

ANALISIS PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP PENERBITAN SUKUK DI INDONESIA

SKRIPSI

Disusun oleh:

HANDIKA RYAN VALENTIN
145020507111004

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat
Untuk Meraih Derajat Sarjana Ekonomi**



**PROGRAM STUDI EKONOMI ISLAM
JURUSAN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2018**

LEMBAR PERSETUJUAN

Skripsi dengan judul :

**Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Penerbitan Sukuk
di Indonesia**

Yang disusun oleh :

Nama : **Kandika Ryan Valentin**
 NIM : **145020507111004**
 Fakultas : **Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya**
 Jurusan : **S-1 Ilmu Ekonomi**
 Program Studi : **Ekonomi Islam**

Disetujui untuk diajukan dalam Ujian Komprehensif.

Malang, 17 Mei 2018
Mengetahui,

Dosen Pembimbing,

Ketua Program Studi
Ekonomi Islam



Arif Hoetoro, SE., MT., Ph.D
NIP 197009221995121002



Puspitasari Wahyu A. SE., M.Ec.Dev
NIP 2014058707032001

LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi dengan judul :

"Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Penerbitan Sukuk di Indonesia"

Yang disusun oleh :

Nama : Handika Ryan Valentin
 NIM : 145020507111004
 Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
 Jurusan : S-1 Ilmu Ekonomi
 Program Studi : Ekonomi Islam

telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 17 September 2018 dan dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima.

SUSUNAN DEWAN PENGUJI

1. Puspitasari Wahyu A., SE., MT, MS
 2014058707032001
 (Dosen Pembimbing)
2. Prof. Dr. Ghozali Maski, SE., MS
 195809271986011002
 (Dosen Penguji I)
3. Dr. Dra. Asti Manzilati, ME
 195809111991032003
 (Dosen Penguji II)

Malang, 11 Oktober 2018
 Ketua Program Studi
 Ekonomi Islam
 Ant Hidayat, SE., MT., Ph.D.
 NIP 197009221995121002

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya :

Nama : Handika Ryan Valentin
Tempat, tanggal lahir : Kediri, 06 Oktober 1995
NIM : 145020507111004
Jurusan : S1 Ilmu Ekonomi
Konsentrasi : Ekonomi Islam
Alamat : Jl Mergan Veteran No. 63

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa SKRIPSI yang berjudul :

Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Penerbitan Sukuk Di Indonesia

yang saya tulis adalah benar-benar hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan plagiat atau saduran dari Skripsi orang lain.

Apabila dikemudian hari ternyata pernyataan saya tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi akademik yang berlaku (dibutuhkannya pendakul kelulusan dan gelar keserjantaannya)

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya, untuk dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.

Mengetahui,
Dosen Pembimbing,

Puspitasari Wahyu A. SE., M.Ec.Dev
NIP 2014058707032001

Malang, 28 Agustus 2018

Yang membuat pernyataan,



Handika Ryan Valentin
NIM. 145020507111004



Dr. rer. pol. Wildan Syafitri, SE., ME.
NIP 196912101997031003

RIWAYAT HIDUP

A. IDENTITAS

Nama : Handika Ryan Valentin
Tempat, Tanggal Lahir : Kediri, 06 Oktober 1995
Jenis Kelamin : Laki-Laki
Kewarganegaraan : Indonesia
Agama : Islam
Pendidikan Terakhir : S-1 Ekonomi Universitas Brawijaya
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Jurusan : Ilmu Ekonomi
Prodi : Ekonomi Islam
Alamat : Jalan Soekarno Hatta 1 gg BI No. 2, Kec.
Ngasem, Kab. Kediri
Email : ryanogigs@gmail.com

B. PENDIDIKAN FORMAL

2014-2018 : S1 Program Studi Ekonomi Islam, Jurusan Ilmu
Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Brawijaya
2011-2014 : SMA Negeri 2 Kediri
2008-2011 : MTsN 2 Kediri
2005-2008 : MI Al-Irsyad Al-Islamiyyah Kediri
2002-2005 : SD Plus Ar-Rahman Kediri
2000-2002 : TK Plus Ar-Rahman Kediri

KATA PENGANTAR

Puji syukur marilah kita panjatkan Kehadirat Allah SWT karena telah melimpahkan segala rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Penerbitan Sukuk di Indonesia”. Shalawat serta salam selau tercurah kepada Rasulullah Muhammad SAW karena berkat perjuangannya kita dapat sampai pada dunia yang penuh dengan cahaya ilmu pengetahuan seperti sekarang ini.

Skripsi ini merupakan salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Ekonomi Islam, Jurusan Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya. Dasar penulisan skripsi ini adalah variabel-variabel makroekonomi memiliki peran yang sangat penting bagi pembuat kebijakan (pemerintah dan korporasi) dalam memutuskan penerbitan obligasi syariah atau sukuk untuk pembangunan perekonomian yang berkelanjutan.

Pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih yang tak terhingga kepada:

1. Kedua orang tua dan keluarga inti penulis, yakni Ayah dan Ibu beserta kakak Dennys Flowerentina H. atas segala limpahan kasih sayang, segenap doa, dan dukungan baik moril maupun materil selama ini.
2. Ibu Puspitasari Wahyu Anggraeni, SE., M. Ec. Dev, selaku dosen pembimbing skripsi. Terima kasih atas waktu yang diluangkan di sela-sela kesibukan yang padat, ilmu dan pemahaman, serta motivasi sehingga skripsi ini dapat selesai pada waktunya.

3. Bapak Prof. Dr. Ghozali Maski, SE., MS., selaku dosen penguji utama dalam sidang skripsi. Terima kasih atas ilmu, koreksi, kritik dan saran yang sangat berharga dalam penyempurnaan skripsi ini.
4. Ibu Dr. Dra. Asfi Manzilati, ME., selaku dosen penguji utama dalam sidang skripsi. Terima kasih atas informasi mengenai tata cara penulisan skripsi yang baik, serta atas kritik dan saran yang sangat berharga bagi penyempurnaan skripsi ini.
5. Segenap dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis, khususnya dan seluruh dosen Universitas Brawijaya Malang, umumnya atas ilmu yang telah diberikan sebagai bekal kehidupan penulis.
6. Segenap staf tata usaha Jurusan Ilmu Ekonomi, khususnya kepada Pak Dul atas kesabarannya dalam mengurus segala administrasi yang terkait.
7. Teman-teman seperjuangan skripsi, Ali Akbar R., Ahmad Maulana H., Akbar, dan Arif, atas segala dukungan, doa, dan kekompakannya sehingga kita bisa lulus tepat waktu bersama.
8. Sahabat-sahabat Jurusan Ilmu Ekonomi Angkatan 2014, yang tidak bisa penulis sebutkan satu-satu, atas doa dan dukungannya.
9. Semua pihak yang telah membantu penulis dalam penyelesaian skripsi ini yang tidak bisa disebutkan satu per satu.

Penulis sangat terbuka atas kritik, saran, dan pertanyaan-pertanyaan mengenai skripsi ini. Besar harapan penulis, adanya skripsi ini akan bermanfaat bagi keberlanjutan studi pasar modal syariah, khususnya dan pengembangan aplikasi ekonomi syariah di Indonesia, umumnya. Skripsi ini dapat disalin oleh siapapun dengan atau tanpa seijin penulis dengan memperhatikan kode etik dan kaidah-kaidah akademik.

DAFTAR ISI

LEMBAR PERSETUJUAN

LEMBAR PENGESAHAN

SURAT PERNYATAAN

RIWAYAT HIDUP	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vii
DAFTAR GAMBAR	ix
ABSTRAK	x

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	19
1.3 Tujuan	19
1.4 Manfaat	20

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Konsep Utang dari Sisi Penawaran	21
2.1.1 Teori Utang Negara (Pemerintah)	21
2.1.2 Kebijakan Fiskal dan Kebijakan Publik sebagai Keputusan Pembiayaan Pengeluaran Pemerintah Melalui Utang	28
2.1.3 Teori Utang Perusahaan (Korporasi) dan Kebijakan Pembiayaan Investasi Melalui Utang	39
2.2 Konsep Obligasi	43
2.2.1 Jenis, Metode Perhitungan Obligasi, dan Hubungan Suku Bunga terhadap Harga Obligasi	44
2.2.2 Permintaan dan Penawaran Obligasi	48
2.2.3 Struktur Risiko dan Jangka Waktu Suku Bunga Obligasi	57
2.3 Konsep Sukuk (Obligasi Syariah)	24
2.4 Konsep Indikator Makroekonomi	76
2.4.1 Pertumbuhan Ekonomi	76
2.4.2 Konsep Inflasi	78
2.4.3 Konsep Jumlah Uang Beredar	82
2.4.4 Konsep Pengangguran	84

2.5 Urgensi Penerbitan Sukuk dan dampaknya terhadap indikator Makroekonomi	86
2.6 Hubungan Indikator Makroekonomi terhadap Penerbitan Sukuk	90
2.5.1 Hubungan Produk Domestik Bruto (PDB) terhadap Penerbitan Sukuk	91
2.5.2 Hubungan Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1) terhadap Penerbitan Sukuk	97
2.5.3 Hubungan Inflasi terhadap Penerbitan Sukuk	101
2.5.4 Hubungan Tingkat Pengangguran Terbuka terhadap Penerbitan Sukuk	102
2.7 Penelitian Terdahulu	104
2.8 Kerangka Pemikiran	113
2.9 Hipotesis Penelitian	115

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian	116
3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	116
3.3 Populasi dan Sampel	118
3.4 Penentuan Model	120
3.5 Data dan Sumber Data	120
3.6 Metode Pengumpulan Data	121
3.7 Metode Analisis Data	122

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Variabel Penelitian	129
4.1.1 Gambaran Umum Sukuk di Indonesia	129
4.1.2 Gambaran Umum Variabel Makroekonomi di Indonesia	134
4.2 Hasil Uji Asumsi Klasik	142
4.2.1 Hasil Uji Multikolonieritas	142
4.2.2 Hasil Uji Autokorelasi	143
4.2.3 Hasil Uji Normalitas	144
4.2.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas	145
4.2.5 Rangkuman Hasil Uji Asumsi Klasik	146
4.3 Hasil Uji Regresi Linier Berganda	147
4.3.1 Hasil Uji Signifikansi Parsial (Uji t)	147
4.3.2 Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji F)	150
4.3.3 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	151

4.4 Hasil dan Implikasi Uji Regresi Linier Berganda	152
4.4.1 Produk Domestik Bruto (PDB) Berpengaruh Signifikan dan Negatif terhadap Nilai Emisi Sukuk	153
4.4.2 Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1) Berpengaruh Signifikan dan Negatif terhadap Nilai Emisi Sukuk	160
4.4.3 Indeks Harga Konsumen (IHK) Berpengaruh Signifikan dan Negatif terhadap Nilai Emisi Sukuk	166
4.4.4 Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) Berpengaruh Positif dan Signifikan terhadap Penerbitan Sukuk	172
BAB V PENUTUP	
5.1 Kesimpulan	178
5.2 Saran	181
DAFTAR PUSTAKA	183
LAMPIRAN	189



DAFTAR TABEL

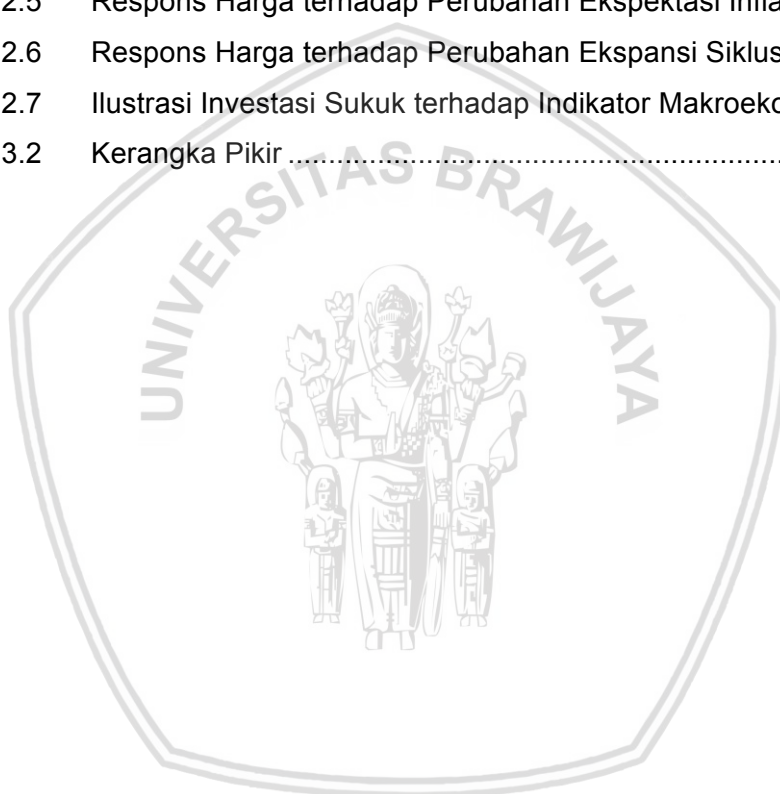
Tabel	Judul	Hal
Tabel 1.1	Perkembangan Nilai Emisi Sukuk di Indonesia 2002-2017	7
Tabel 1.2	Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia 2013-2017	11
Tabel 1.3	Pertumbuhan Jumlah Uang Beredar Sempit (M1) di Indonesia Tahun 2013-2017	12
Tabel 1.4	Tingkat Inflasi di Indonesia 2013-2017	14
Tabel 1.5	Tingkat Pengangguran Terbuka di Indonesia 2013-2017	16
Tabel 2.1	Respons Jumlah Permintaan Aset terhadap Kekayaan, Perkiraan Imbal Hasil, Risiko, dan Likuiditas	22
Tabel 2.2	Karakteristik Sukuk	67
Tabel 2.3	Perbandingan Sukuk dengan Instrumen Investasi Lainnya	68
Tabel 2.4	Perbedaan SBSN dan SUN	69
Tabel 2.5	Perbandingan Seri-Seri SBSN (1)	71
Tabel 2.6	Perbandingan Seri-Seri SBSN (2)	72
Tabel 2.7	Penggunaan Akad SBSN hingga Tahun 2017	73
Tabel 2.8	Penggunaan Akad Sukuk Korporasi hingga Tahun 2017	75
Tabel 2.9	Penelitian Terdahulu	109
Tabel 4.1	Perkembangan Nilai Emisi Sukuk di Indonesia 2012-2017	130
Tabel 4.2	Nilai Emisi Sukuk Korporasi di Indonesia 2016	131
Tabel 4.3	Nilai Emisi Penerbitan Sukuk Global di Dunia Berdasarkan Peringkat per Oktober 2016	133
Tabel 4.4	Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia	135
Tabel 4.5	Pertumbuhan Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1) di Indonesia 2012-2017	138
Tabel 4.6	Perkembangan Tingkat Inflasi di Indonesia 2012-2017	139
Tabel 4.7	Perkembangan Tingkat Pengangguran Terbuka di Indonesia 2012-2017	141
Tabel 4.8	Hasil Uji Multikolinieritas	143
Tabel 4.9	Hasil Uji <i>Runs</i>	144
Tabel 4.10	Hasil Uji <i>Kolmogorov-Smirnov</i> (K-S)	145
Tabel 4.11	Hasil Uji <i>Glejser</i>	146
Tabel 4.12	Rangkuman Hasil Uji Asumsi Klasik	146

Tabel 4.13	Hasil Uji Signifikansi Parsial (Uji t)	148
Tabel 4.14	Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji-F)	151
Tabel 4.15	Koefisien Determinansi (R^2)	152



DAFTAR GAMBAR

Gambar	Judul	Hal
Gambar 2.1	Kurva <i>Production-Possibility</i> (Inflasi akibat Pembiayaan)	24
Gambar 2.2	Ekuivalensi Ricardian: Defisit Tidak Memengaruhi Suku Bunga	27
Gambar 2.3	Sistem Kebijakan Publik	36
Gambar 2.4	Keseimbangan Penawaran dan Permintaan Obligasi	51
Gambar 2.5	Respons Harga terhadap Perubahan Ekspektasi Inflasi	56
Gambar 2.6	Respons Harga terhadap Perubahan Ekspansi Siklus	57
Gambar 2.7	Ilustrasi Investasi Sukuk terhadap Indikator Makroekonomi ...	90
Gambar 3.2	Kerangka Pikir	115



ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh Produk Domestik Bruto (PDB), Jumlah Uang Beredar (JUB), inflasi, dan pengangguran terhadap penerbitan sukuk di Indonesia. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah dari tahun 2012.9 - 2017.6 atau sebanyak 58 observasi dengan studi kasus di Indonesia. Metode analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan Software SPSS Versi 16.0. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Variabel Produk Domestik Bruto (PDB), Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1), dan Indeks Harga Konsumen (IHK) memiliki pengaruh negatif dan signifikan, sementara Variabel Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap Variabel Nilai Emisi Sukuk (Negara/SBSN dan Korporasi) di Indonesia.

Kata Kunci: Keputusan Penerbitan Utang, Obligasi, Sukuk, Produk Domestik Bruto (PDB), Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1), dan Indeks Harga Konsumen (IHK), Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT).

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pada era pasar modal sekarang ini, banyak negara muslim (seperti Arab Saudi, Mesir, Iran, Malaysia, Pakistan, dan Indonesia) ikut mewujudkan berbagai bentuk instrumen pasar uang dan modal, baik berbentuk *bonds* dan *equity*, maupun dalam bentuk pertukaran uang asing (Mufti, 2014). Saat ini, pasar modal merupakan salah satu sarana untuk berinvestasi yang populer. Pasar modal pada dasarnya merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau surat berharga jangka panjang yang dapat diperjualbelikan. Ditinjau dari perspektif syariah, pasar modal syariah merupakan pasar modal yang dijalankan dengan konsep syariah, dimana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan basis syariah. Pasar modal syariah juga merupakan sarana untuk melaksanakan muamalah. Transaksi di pasar modal tidak dilarang/diperkenankan berdasarkan hukum syariah sepanjang tidak terdapat transaksi yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Berbagai macam bentuk investasi pada pasar modal syariah telah berkembang pesat berupa berbagai macam sekuritas syariah, seperti obligasi syariah (sukuk), reksadana syariah, saham syariah, dan lain-lain. Salah satu bentuk sekuritas syariah yang telah memperoleh pengakuan dari Dewan Syariah Nasional (DSN) adalah obligasi syariah (sukuk). Merujuk kepada Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah bahwa "Obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang

obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo”.

Saat ini, penerbitan sukuk di Indonesia mencakup sukuk yang diterbitkan oleh korporasi dan negara. Penerbitan sukuk korporasi dilatarbelakangi oleh kebutuhan perusahaan dalam membiayai proyek perusahaan dan mencari sumber pendanaan alternatif jangka panjang dengan biaya yang murah dan risiko rendah. Menurut Otoritas Jasa Keuangan (2017), pada tahun 2016 penerbitan sukuk korporasi telah terdiversifikasi ke berbagai pembiayaan bidang usaha, seperti pembiayaan perusahaan di bidang produksi barang konsumsi (41,52 juta US\$), industri keuangan (229,88 juta US\$), infrastruktur, utilitas dan transportasi (352,63 juta US\$), pertambangan (15,09 juta US\$), serta property, *real estates*, dan konstruksi (79,26 juta US\$).

Disamping itu, dari segi latar belakang penerbitan sukuk negara, berdasarkan Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, Pasal 4, menyatakan bahwa tujuan dari penerbitan sukuk negara adalah untuk membiayai APBN dan pembangunan proyek. Menurut Hariyanto (2016), penerbitan sukuk negara dalam rangka pembiayaan APBN dimaksudkan untuk mengamankan kebutuhan pembiayaan APBN dengan biaya minimal pada tingkat risiko terkendali, sehingga menjaga kesinambungan fiskal. Sedangkan, yang dimaksud dengan pembiayaan proyek adalah dalam rangka membiayai pembangunan proyek pemerintah yang telah dialokasikan dalam APBN, seperti proyek infrastruktur dalam sektor energi, telekomunikasi, perhubungan, pertanian, industri manufaktur, dan perumahan rakyat. Dalam praktiknya, pemerintah saat ini telah mulai merubah komposisi pembiayaan utang langsung yang berasal dari luar negeri ke pembiayaan utang yang berasal dari dalam negeri. Hal ini dikarenakan sumber pembiayaan menggunakan instrumen sukuk memiliki biaya penerbitan yang rendah, risiko pasar dan non

pasar yang lebih kecil dibandingkan pembiayaan utang luar negeri, berjangka panjang, dan tidak memiliki ikatan politik.

Sebagaimana disebutkan pada pasal 4 UU SBSN Tahun 2008, bahwa tujuan SBSN diterbitkan adalah untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) termasuk membiayai pembangunan proyek. Proyek yang dapat dibiayai dengan sukuk negara adalah sektor energi, telekomunikasi, perhubungan, pertanian, industri manufaktur, dan, perumahan. Adapun manfaat dari penerbitan sukuk ini antara lain adalah: (1) Memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara; (2) Memperkaya instrumen pembiayaan fiskal; (3) Memperluas dan mendiversifikasi basis investor SBN; (4) Mendorong pertumbuhan dan pengembangan pasar keuangan syariah di dalam negeri; (5) Mengembangkan alternatif instrumen investasi; 6) Menciptakan *benchmark* di pasar keuangan syariah; (7) Mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara dan mendorong tertib administrasi pengelolaan Barang Milik Negara.

Sukuk atau obligasi syariah merupakan salah satu instrumen pembiayaan utang pemerintah, selain sumbangan (*donations*), retribusi (*user charges*), dan hasil pengelolaan badan usaha milik negara (*government-run enterprise*). Menurut Hyman (2010), pembiayaan melalui utang negara adalah penggunaan dana pinjaman untuk membiayai pengeluaran pemerintah. Suatu badan, institusi, ataupun masyarakat yang meminjamkan dananya kepada pemerintah akan menerima bunga atau bagi hasil di masa mendatang sebagai kompensasi atas pemilihan sekuritas pemerintah sebagai tujuan investasi daripada berinvestasi di sektor swasta.

Dalam strategi anggaran pemerintah, defisit anggaran dapat terjadi ketika pengeluaran pemerintah lebih besar daripada penerimaan ($G > T$). Pembiayaan defisit anggaran melalui utang dapat diciptakan guna (Barro, dalam Hariyanto, 2016 dan Hyman, 2010) 1) mempercepat pertumbuhan ekonomi; 2) pemerataan

pendapatan masyarakat; 3) pelemahan nilai tukar; 3) pengeluaran akibat krisis ekonomi; 4) realisasi yang menyimpang dari rencana, dan 5) pengeluaran karena inflasi (penyimpangan standar harga yang ditetapkan di awal atau *missmatch* anggaran). Sejalan dengan Rahardja dan Mandala (2014) yang mengemukakan bahwa manfaat kebijakan anggaran defisit adalah terjadinya kenaikan investasi swasta (kurva IS bergeser ke kanan), yang selanjutnya disebut sebagai investasi yang diharapkan pemerintah (*expected investment*). Supaya tingkat bunga tidak naik dikarenakan permintaan uang untuk investasi meningkat, maka otoritas moneter dapat menambah jumlah uang beredar (moneter ekspansif) supaya tingkat suku bunga dapat diturunkan sehingga iklim investasi tetap kondusif.

Menurut Teori Ekuivalensi Ricardian (*Ricardian Equivalence*), peningkatan pinjaman pemerintah berdampak pada penambahan *saving* (tabungan) oleh wajib pajak yang memiliki pandangan kedepan (*forward-looking taxpayers*). Wajib pajak mengetahui bahwa di masa mendatang pemerintah akan menaikkan pajak guna mengkompensasi (membayar imbalan berupa pokok dan bunga) kepada masyarakat yang bersedia meminjamkan dana kepada pemerintah untuk berutang. Untuk mempersiapkan beban pajak lebih besar di masa datang, David Ricardo berpendapat bahwa masyarakat akan meningkatkan tabungan saat ini yang jumlahnya sama dengan tingkat defisit pemerintah. Ketika pemerintah menjalankan anggaran defisit, maka masyarakat akan menurunkan tingkat konsumsi, sehingga dapat menyisihkan pendapatan untuk menabung guna membayar pajak lebih besar di masa mendatang. Hasil dari kenaikan tingkat tabungan masyarakat ini adalah tidak akan meningkatkan permintaan agregat (konsumsi barang dan jasa), tidak merubah suku bunga, tidak terjadinya *crowding out* investasi di sektor swasta, dan tidak menurunkan pertumbuhan ekonomi di masa datang (Hyman, 2010).

Penerapan anggaran defisit berdampak pada kebutuhan pemerintah dalam menyediakan dana untuk membiayai selisih pendapatan dan belanja negara. Sepanjang sejarah Indonesia, pemerintah telah menggunakan beragam instrumen dalam membiayai defisit anggaran, yakni melakukan pencetakan uang (orde lama), pinjaman langsung (orde baru), dan penerbitan Surat Berharga Negara (pasca krisis 1997-1998) (Hariyanto, 2016). Pengalaman sejarah dimana pembiayaan didominasi melalui pencetakan uang dan pinjaman langsung menyebabkan dampak inflasi yang tinggi dan berakibat pada resesi ekonomi karena peningkatan permintaan yang tidak dibarengi dengan penawaran akibat peningkatan jumlah uang beredar terlalu besar (Rahardja dan Mandala, 2014).

Kebijakan penerbitan SBSN merupakan tindakan yang diambil oleh pemerintah dalam rangka mendukung terlaksananya kebijakan fiskal yang tercantum di dalam APBN. Kebijakan yang ditempuh oleh pemerintah merupakan upaya agar kepentingan masyarakat (publik) dapat terpenuhi. Rangkaian tindakan yang ditempuh oleh pemerintah tersebut dapat dikatakan sebagai kebijakan publik karena pihak yang mendapatkan manfaat (*beneficiaries*) adalah publik. Sebagaimana menurut Lubis (dalam Hariyanto, 2016) bahwa dikatakan sebagai kebijakan publik karena yang dilayani adalah kepentingan-kepentingan publik yang disebut *public interest*. Maka yang aktif dan bekerja dalam hal ini adalah *public institutions*. Menurut Quin (dalam Hariyanto, 2016), konsep kunci kebijakan publik adalah seperti 1) Tindakan yang dilakukan oleh pemerintah; 2) Sebuah reaksi terhadap kebutuhan dan masalah masyarakat; 3) seperangkat kegiatan yang berorientasi untuk kepentingan orang banyak; dan 4) kebijakan publik merupakan tindakan kolektif untuk memecahkan masalah sosial.

Disamping manfaat dari penerbitan sukuk negara/SBSN, manfaat penerbitan sukuk korporasi adalah sebagai sarana untuk meningkatkan pembiayaan investasi bisnis atau proyek yang dijalankan (Rini, 2012). Menurut Hadi (2012),

penerbitan obligasi korporasi memiliki beberapa manfaat, yakni bertujuan untuk memperbaiki struktur modal, meningkatkan kapasitas produksi, memperluas jaringan pemasaran, hubungan bisnis, dan meningkatkan kualitas manajemen. Menurut Altaleb, dkk. (2016), dengan meningkatkan sumber dana dari penerbitan sukuk, dapat membantu perusahaan dan negara untuk memperbaiki investasi di banyak sektor seperti sektor pertanian dan industri yang dianggap sebagai sektor jangka panjang, alih-alih berfokus pada sektor konsumsi yang dianggap sebagai sektor jangka pendek. Selain itu, sebagai upaya mendapatkan keuntungan bagi perusahaan, menerbitkan sukuk dapat meningkatkan dana keuangan dan memanfaatkannya dengan menggunakan dana yang diperoleh untuk memperoleh peluang ekonomi baru yang tercermin sebagai peningkatan kemampuan perusahaan untuk mencapai tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Dengan demikian, dengan adanya peningkatan investasi di sektor riil melalui sukuk dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi dalam suatu negara. Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian dari Echchabi (2016) yang menemukan bahwa penerbitan sukuk berpengaruh positif dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Bagi sebuah perusahaan yang bersifat *profit oriented*, keputusan pencarian sumber pendanaan dalam rangka memperkuat struktur modal menjadi keputusan penting yang harus dikaji dengan mendalam, serta berbagai dampak pengaruh yang mungkin dapat terjadi di masa mendatang (*future effect*). Menurut Fahmi (2014), pada saat perusahaan berkeinginan mengajukan pinjaman eksternal, maka keputusan tersebut akan berdasarkan atas berbagai pertimbangan, baik pertimbangan mikro dan makro. Manajemen perusahaan diharuskan memahami kebutuhan pendanaan perusahaan untuk menghindari terjadinya penumpukan dana (potensi *idle fund*) atau kekurangan dana yang berakibat pada instabilitas kinerja keuangan perusahaan. Kebutuhan pendanaan

jangka panjang dapat didanai melalui penerbitan obligasi, sementara kebutuhan pendanaan jangka pendek dapat didanai melalui pinjaman perbankan.

Secara garis besar, menurut Hariyanto (2016), penerbitan sukuk baik dari sisi negara, korporasi, dan investor, investasi di pasar sukuk dapat mendorong pertumbuhan dan perkembangan pasar keuangan syariah, menciptakan *benchmark* (acuan) instrumen keuangan syariah, dan sebagai perluasan basis investor, dengan berbagai macam bentuk sukuk (seri sukuk), akad, tenor, tingkat imbal hasil, dan tingkat harga/nilai nominal penerbitan, sehingga terjadi diversifikasi kepemilikan aset pada sukuk yang berpotensi dalam meningkatkan market share instrumen investasi sukuk negara dan korporasi. Menurut Suryomurti (2011), saat ini perkembangan sukuk di Indonesia serta penyerapan pasar terhadapnya sangat menggembirakan. Sebagai negara yang berpenduduk muslim yang terbesar di dunia, minat masyarakat dan lembaga keuangan untuk menjadikan sukuk sebagai bagian dari portofolio terlihat sangat signifikan. Hal tersebut sebagaimana data pada Tabel 1.1 berikut ini.

Tabel 1.1: Perkembangan Nilai Emisi Sukuk di Indonesia 2002-2017

Tahun	Nilai Emisi Sukuk Korporasi (Triliun Rupiah)	Nilai Emisi Sukuk Negara/SBSN (Triliun Rupiah)	Total Nilai Emisi Sukuk (Triliun Rupiah)
2002	0,175	-	0,175
2003	0,740	-	0,740
2004	1,394	-	1,394
2005	1,979	-	1,979
2006	2,179	-	2,179
2007	3,204	-	3,204
2008	5,498	4,610	10,108
2009	7,015	12,942	19,957
2010	7,815	38,500	46,315
2011	7,915	62,771	70,686
2012	9,799	98,818	108,617
2013	11,994	118,707	130,701

2014	12,917	143,901	156,818
2015	16,114	201,017	217,131
2016	20,425	284,991	305,416
2017	26,395	382,210	408,605

Sumber: Bank Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan, 2018 (data diolah).

Berdasarkan pada tabel 1.1 menunjukkan bahwa nilai emisi penerbitan sukuk mengalami perkembangan yang signifikan. Terlebih lagi, nilai emisi sukuk justru meningkat tajam sebesar 2,294 triliun rupiah pada tahun 2008, ketika terjadinya krisis ekonomi global. Pada awal penerbitan sukuk tahun 2002, terdapat satu emiten penerbit sukuk korporasi, yakni PT. Indosat Tbk. dengan total nilai emisi sukuk 0,175 triliun rupiah. Sampai pada tahun 2017, total nilai emisi sukuk korporasi sebesar 26,395 triliun rupiah. Sedangkan, pada nilai emisi sukuk negara (SBSN) oleh pemerintah juga menunjukkan peningkatan yang signifikan dimana untuk pertama kalinya pada tahun 2008, pemerintah menerbitkan sukuk negara dengan total emisi sukuk mencapai 4,61 triliun rupiah. Perkembangan penerbitan sukuk terus mengalami peningkatan hingga tahun 2017 telah didapatkan total nilai emisi sukuk negara dan korporasi mencapai 408,605 triliun rupiah.

Meskipun dari tahun ke tahun nilai emisi sukuk mengalami kenaikan yang signifikan, namun pertumbuhan sukuk korporasi lebih lambat dibandingkan dengan nilai emisi obligasi korporasi (Kementrian Keuangan, 2017). Walaupun pertumbuhan obligasi korporasi juga terbilang lambat, namun secara perbandingan nilai emisi, nilai emisi sukuk korporasi sangatlah kecil. Tidak seperti pada perkembangan sukuk negara yang menunjukkan pertumbuhan yang terus meningkat tajam dari tahun ke tahun. Hal tersebut sebagaimana data dari Otoritas Jasa Keuangan (2017), yang menyatakan bahwa pada tahun 2016 perbandingan antara nilai emisi sukuk korporasi dan obligasi korporasi adalah

sebesar 4% dan 96%. Sedangkan, perbandingan antara nilai emisi pada sukuk negara (SBSN) dan obligasi negara (SUN) adalah sebesar 15% dan 85%.

Hal tersebut mengindikasikan adanya masalah tertentu yang menghambat pertumbuhan sukuk, terutama sukuk korporasi yang masih memiliki *market share* yang sangat kecil jika dibandingkan dengan *market share* obligasi korporasi. Kondisi demikian sebagaimana juga dikemukakan oleh Rahmany (2010, dalam Dewi, 2011) yang menyatakan bahwa meski penerbitan sukuk sepanjang 2010 menunjukkan peningkatan, penerbitan obligasi korporasi yang berbasis syariah di Indonesia masih rendah. Dewi (2011) menemukan bahwa setidaknya terdapat empat permasalahan yang menyebabkan rendahnya pengembangan sukuk di Indonesia yakni aspek emiten, aspek investor, aspek penunjang, dan aspek pasar. Dari ke empat permasalahan tersebut dapat ditempuh dengan melakukan empat solusi dalam menghadapi kondisi tersebut, yakni solusi fundamental, solusi teknis, solusi makro strategi, dan solusi *road map*.

Menurut Kholis (2010), faktor utama yang melatarbelakangi hadirnya sukuk sebagai salah satu instrumen dalam sistem keuangan Islam adalah ketentuan al-Quran dan al-Sunnah yang melarang riba, maysir, gharar, bertransaksi dengan kegiatan atau produk haram, serta terbebas dari unsur tadlis. Keuangan yang bersifat syariah juga menerapkan prinsip-prinsip yang adil dan melarang terhadap praktik yang mengandung riba, gharar, dan maysir sehingga lebih jelas kehalalannya bagi umat Islam. Hal tersebut menyebabkan preferensi masyarakat untuk membeli instrumen investasi sukuk menjadi lebih diminati dibandingkan dengan instrumen investasi konvensional seperti obligasi konvensional. Manfaat yang diperoleh dari penerbitan sukuk yaitu untuk mendorong perkembangan industri pasar modal syariah, sebagai diversifikasi sumber pendanaan untuk membiayai pembangunan infrastruktur bagi negara dan perluasan usaha bagi korporasi serta sebagai diversifikasi berbasis investor.

Namun demikian, seiring pertumbuhan nilai sukuk negara dan korporasi yang semakin meningkat tersebut bukan tanpa sebab. Menurut Manab dan Agus (2016), penerbitan sukuk negara ditentukan dan dipengaruhi oleh variabel-variabel stabilitas makro ekonomi. Menurut Waluyo dan Uci (2016), kebijakan defisit anggaran pemerintah dipengaruhi oleh fluktuasi siklus bisnis atau secara otomatis menanggapi perekonomian yang berfluktuasi. Sejalan dengan Mishkin (2010) dan Samsul (2015) bahwa ukuran defisit atau surplus anggaran pemerintah pada suatu tahun tertentu dipengaruhi oleh fluktuasi kegiatan ekonomi yang biasanya terkait dengan siklus bisnis. Pengeluaran pemerintah, seperti untuk menekan tingkat pengangguran dan pemberian bantuan publik kepada yang membutuhkan, meningkat ketika tingkat pengangguran meningkat. Penerimaan pajak secara otomatis juga meningkat seiring dengan peningkatan lapangan kerja dan PDB (Produk Domestik Bruto). Penerimaan pajak pendapatan dari perusahaan sangat sensitif terhadap fluktuasi dalam kegiatan ekonomi. Selain itu, pengumpulan pajak penghasilan privat (*private tax*) berdasarkan struktur tingkat progresif juga berfluktuasi bersamaan tingkat kegiatan ekonomi. Keuntungan dari perubahan otomatis dalam neraca anggaran dengan tingkat kegiatan ekonomi adalah bahwa hal tersebut dapat membantu menstabilkan ekonomi dengan menambah permintaan barang dan jasa ketika tingkat pengangguran meningkat. Kebijakan defisit anggaran menjadikan penghasilan pajak menurun seiring dengan adanya peningkatan pengangguran untuk mempertahankan *disposable income* masyarakat.

Menurut Septiatin (2016), suatu negara dipandang berhasil atau tidak dalam memecahkan permasalahan ekonomi negaranya sendiri dapat dilihat dari ekonomi makro dan mikro negara tersebut. Adanya keseimbangan dalam suatu perekonomian merupakan salah satu target dalam rangka peningkatan perekonomian suatu negara. Hal tersebut dapat dicapai melalui keterlibatan

variabel ekonomi yang mempengaruhi dalam keseimbangan tersebut. Terdapat banyak penelitian yang mengkaji yang berkaitan dengan stabilitas makro ekonomi, dimana dalam penelitian ini indikator variabel stabilitas ekonomi makro yang dibahas terdiri dari pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi, dan pengangguran.

Pertama, pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi merupakan proses perubahan kapasitas produksi suatu perekonomian yang diwujudkan dalam bentuk kenaikan pendapatan nasional selama periode waktu tertentu. Berikut ini merupakan pertumbuhan ekonomi di Indonesia selama periode 2013-2017.

Tabel 1.2: **Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia 2013-2017**

Indikator Makroekonomi	Tahun				
	2013	2014	2015	2016	2017
PDB (ADHB) (Triliun Rp)	9.546,1	10.569,7	11.526,3	12.406,8	13.588,8
Laju (Persen)	5,56	5,01	4,88	5,03	5,07

Sumber: Badan Pusat Statistik, 2018.

Berdasarkan pada tabel 1.2 menunjukkan bahwa laju pertumbuhan ekonomi di Indonesia mengalami fluktuatif dari tahun ke tahun dengan laju tertinggi pada tahun 2013 sebesar 5,56% (yoy). Namun, laju pertumbuhan ekonomi mulai naik secara berangsur-angsur dari tahun 2014-2016. Menurut Syarun (2016), pertumbuhan ekonomi adalah proses perubahan kondisi perekonomian suatu negara secara berkesinambungan menuju keadaan yang lebih baik selama periode tertentu. Pertumbuhan ekonomi dapat diartikan juga sebagai proses kenaikan kapasitas produksi suatu perekonomian yang diwujudkan dalam bentuk kenaikan pendapatan nasional. Adanya pertumbuhan ekonomi merupakan indikasi keberhasilan pembangunan ekonomi. Dengan semakin terjaganya laju

pertumbuhan ekonomi di Indonesia, mengindikasikan bahwa kondisi ekonomi makro yang terjadi semakin stabil.

Kedua, jumlah uang beredar. Jumlah uang beredar memegang peranan penting dalam perekonomian suatu negara. Jumlah uang beredar juga dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi di suatu negara. Menurut Bank Indonesia (2018), uang beredar dapat didefinisikan dalam arti sempit (M1) dan dalam arti luas (M2). M1 meliputi uang kartal yang dipegang masyarakat dan uang giral (giro berdenominasi Rupiah), sedangkan M2 meliputi M1, uang kuasi (mencakup tabungan, simpanan berjangka dalam rupiah dan valas, serta giro dalam valuta asing), dan surat berharga yang diterbitkan oleh sistem moneter yang dimiliki sektor swasta domestik dengan sisa jangka waktu sampai dengan satu tahun. Berikut merupakan data jumlah uang beredar dalam arti sempit (M1).

Tabel 1.3: **Pertumbuhan Jumlah Uang Beredar Luas (M1) di Indonesia 2013-2017**

Indikator Makroekonomi	Tahun				
	2013	2014	2015	2016	2017
Jumlah Uang Beredar (M1) (Triliun Rp)	3.730,20	4.173,33	4.546,74	5.004,98	5.419,17
Laju (Persen)	12,78	11,89	8,95	10,08	8,28

Sumber: Badan Pusat Statistik, 2018.

Berdasarkan pada Tabel 1.3, laju pertumbuhan jumlah uang beredar dalam arti sempit (M1) menunjukkan nilai yang fluktuatif. Laju tertinggi terhadap tahun sebelumnya adalah pada tahun 2013 sebesar 12,78 persen dan laju pertumbuhan terendah adalah pada tahun 2017 sebesar 8,28 persen. Menurut Tenda, dkk. (2016), jumlah uang beredar merupakan salah satu instrumen digunakan oleh Bank Indonesia untuk memacu kegiatan perekonomian. Namun disisi lain, pertumbuhan jumlah uang beredar yang berlebihan dalam

perekonomian suatu negara akan dapat memberikan tekanan pada nilai tukar mata uangnya terhadap mata uang asing. Naiknya penawaran uang atau jumlah uang beredar akan menaikkan harga barang yang diukur dengan *term of money* sekaligus akan menaikkan harga valuta asing yang diukur dengan mata uang domestik. Di lain sisi, menurut Mankiw, dkk. (2014) pertumbuhan jumlah uang beredar yang tinggi dapat menyebabkan inflasi. Inflasi yang tinggi dapat berdampak pada penurunan pendapatan riil sehingga daya beli riil masyarakat menjadi semakin rendah. Namun, peningkatan inflasi yang rendah dan stabil dapat menyebabkan pertumbuhan ekonomi yang signifikan, karena permintaan agregat terhadap barang dan jasa semakin meningkat.

Ketiga, inflasi. Silvi, dkk. (2013) mengemukakan bahwa perubahan dalam indikator ini akan berdampak terhadap dinamika pertumbuhan ekonomi. Dalam perspektif ekonomi, inflasi merupakan fenomena moneter dalam suatu negara dimana naik turunnya inflasi cenderung mengakibatkan terjadinya gejolak ekonomi. Inflasi adalah suatu gejala di mana tingkat harga umum mengalami kenaikan secara terus menerus. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat dikatakan inflasi kecuali bila kenaikan itu meluas atau mengakibatkan kenaikan harga pada barang lainnya.

Sejumlah teori telah dikembangkan untuk menjelaskan gejala inflasi. Menurut pandangan monetaris penyebab utama inflasi adalah kelebihan penawaran uang dibandingkan yang diminta oleh masyarakat. Sedangkan golongan non monetaris, yaitu keynesian, tidak menyangkal pendapat pandangan monetaris tetapi menambahkan bahwa tanpa ekspansi uang beredar, kelebihan permintaan agregat dapat saja terjadi jika terjadi kenaikan pengeluaran konsumsi, investasi, pengeluaran pemerintah atau ekspor netto. Dengan demikian, inflasi dapat disebabkan oleh faktor-faktor moneter dan non moneter

(Sutawijaya, dkk, 2013). Adapun perkembangan inflasi dari tahun 2013-2017 di Indonesia dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 1.4: **Perkembangan Tingkat Inflasi di Indonesia 2013-2017**

Indikator Makroekonomi	Tahun				
	2013	2014	2015	2016	2017
Inflasi (%)	8,38	8,36	3,35	3,02	3,61

Sumber: Badan Pusat Statistik, 2018.

Berdasarkan pada Tabel 1.4 menunjukkan bahwa inflasi mengalami fluktuatif dari sepanjang periode 2013-2017. Inflasi tertinggi terjadi pada tahun 2013 sebesar 8,38 persen yang lebih disebabkan oleh kenaikan harga BBM bersubsidi sebagai salah satu faktor penyumbang terbesar selain tarif angkutan dalam kota dan bawang merah. Namun, inflasi kembali turun pada tahun 2014-2017.

Menurut Sutawijaya, dkk. (2013), pengendalian inflasi sangat penting dan menjadi salah satu perhatian pemerintah karena beberapa alasan. Pertama, inflasi memperburuk distribusi pendapatan (menjadi tidak seimbang). Kedua, inflasi menyebabkan berkurangnya tabungan domestik yang merupakan sumber dana investasi bagi negara-negara berkembang. Ketiga, inflasi mengakibatkan terjadinya defisit neraca perdagangan serta meningkatkan besarnya utang luar negeri. Keempat, inflasi dapat menimbulkan ketidakstabilan politik. Tingkat inflasi yang rendah dan stabil akan menjadi stimulator bagi pertumbuhan ekonomi. Laju inflasi yang terkendali akan menambah keuntungan pengusaha, pertambahan keuntungan akan menggalakkan investasi di masa datang dan pada akhirnya akan mempercepat terciptanya pertumbuhan ekonomi. Sebaliknya, tingkat inflasi yang tinggi akan berdampak negatif pada perekonomian.

Dengan adanya penerbitan sukuk dapat berdampak pada pengurangan jumlah uang beredar dan tingkat inflasi. Hal ini sebagaimana yang dikemukakan

Altaieb, dkk. (2016) bahwa penerbitan sukuk dapat memberikan solusi untuk memantau kebijakan moneter misalnya, mengendalikan jumlah uang beredar, dan mengendalikan inflasi secara paralel dengan kebutuhan ekonomi. Penerbitan sukuk di Indonesia setelah terjadinya sukuk di Indonesia setelah terjadinya krisis global tahun 2008 justru meningkat. Menurut data OJK (2018), peningkatan nilai total emisi sukuk korporasi dan sukuk negara meningkat tajam dari tahun 2008-2009, yakni dari 10,108 triliun menjadi 21,234 triliun atau meningkat 2 kali lipat.

Keempat, pengangguran. Pengangguran adalah istilah untuk orang yang tidak bekerja sama sekali, sedang mencari kerja, bekerja kurang dari dua hari selama seminggu, atau seseorang yang sedang berusaha mendapatkan pekerjaan yang layak. Pengangguran umumnya disebabkan karena jumlah angkatan kerja atau para pencari kerja tidak sebanding dengan jumlah lapangan kerja yang ada yang mampu menyerapnya. Pengangguran seringkali menjadi masalah dalam perekonomian, karena dengan adanya pengangguran, produktivitas dan pendapatan masyarakat akan berkurang sehingga dapat menyebabkan timbulnya kemiskinan dan masalah-masalah sosial lainnya. Menurut Septiatin (2016), masalah pengangguran selalu menjadi permasalahan yang sulit terpecahkan di setiap negara. Hal tersebut dikarenakan jumlah penduduk yang bertambah semakin besar tiap tahunnya, akan menyebabkan meningkatnya jumlah orang pencari kerja, dan seiring itu tenaga kerja juga akan bertambah. Jika tenaga kerja tidak dapat terserap ke dalam lapangan pekerjaan maka mereka akan tergolong ke dalam orang yang menganggur. Berikut ini merupakan data tingkat pengangguran di Indonesia selama lima tahun terakhir.

Tabel 1.5: **Perkembangan Tingkat Pengangguran Terbuka di Indonesia 2013-2017**

Indikator Makroekonomi	Tahun				
	2013	2014	2015	2016	2017
Tingkat Pengangguran Terbuka (%)	6,25	5,94	6,18	5,61	5,50

Sumber: Badan Pusat Statistik, 2018.

Berdasarkan pada Tabel 1.5 menunjukkan bahwa tingkat pengangguran di Indonesia tahun 2013-2017 mengalami fluktuatif. Namun, secara keseluruhan, trend tingkat pengangguran menurun dari tahun 2013 sebesar 6,25% menjadi 5,5% pada tahun 2017. Jika dihubungkan dengan data pada tabel 1.2 mengenai pertumbuhan ekonomi, menunjukkan bahwa laju pertumbuhan ekonomi pada tahun 2013 tertinggi selama kurun waktu 5 tahun terakhir justru meningkatkan tingkat pengangguran di Indonesia. Dengan demikian, kenaikan dan penurunan pertumbuhan ekonomi tidak berarti akan mengurangi tingkat pengangguran. Jika ditelisik lebih jauh, di negara berkembang seperti Indonesia, tingkat pengangguran sulit untuk diturunkan. Menurut Iriyanti selaku Deputy Bidang Kemiskinan dan Tenaga Kerja Bappenas mengatakan bahwa pemerintah kesulitan menjaga kinerja pengurangan tingkat pengangguran terbuka (TPT) dikarenakan melambatnya tingkat investasi dalam negeri (Gumiwang, 2014). Hal tersebut sebagaimana pernyataan Franita (2016) bahwa salah satu penyebab pengangguran di Indonesia adalah sedikitnya lapangan pekerjaan yang menampung para pencari kerja. Banyaknya para pencari kerja tidak sebanding dengan lapangan pekerjaan yang dimiliki oleh Negara Indonesia.

Dengan demikian, stabilitas indikator ekonomi makro sangat mutlak diperlukan bagi perkembangan pasar modal di Indonesia umumnya dan penerbitan sukuk khususnya. Hal ini akan memengaruhi kondisi pasar uang yang terdapat di Indonesia. Pasar uang yang kondusif akan memengaruhi keputusan

penerbitan sukuk yang dilakukan baik oleh pemerintah maupun oleh korporasi. Karena dalam mekanisme transaksi sukuk terdapat underlying asetnya, yakni berupa proyek investasi asset ril, dimana menurut Kementrian Keuangan (2015), pengembangan instrumen investasi sukuk akan menciptakan manfaat bagi negara terutama sebagai pendorong pertumbuhan ekonomi, penciptaan barang dan jasa, serta penyerapan tenaga kerja. Menurut Ahmed, dkk. (2014), Sukuk kini telah menjadi segmen terkuat dalam keuangan Islam. Sukuk terlibat dalam perdagangan pasar internasional dan dapat menggerakkan arus kas keuangan menuju di luar pasar domestik. Seiring dengan pertumbuhan dan rancang bangun pembangunan yang seimbang, semua negara memiliki potensi untuk memperluas peran keuangan Islam meningkat dalam memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan global dan stabilitas keuangan.

Dalam perkembangan permintaan terhadap sukuk di Indonesia, ketika kondisi makroekonomi stabil, dapat mendorong permintaan sukuk lebih tinggi dari penawarannya. Menurut Bank Indonesia (dalam republika.co.id, 2017), penerbitan sukuk global di Bulan Januari tahun 2017 sebesar lebih dari 2 miliar dolar AS, mengalami oversubscribe sampai dengan empat kali lipat. Sebagaimana data dari Bank Indonesia (2016) yang menunjukkan bahwa permintaan sukuk dari tahun ke tahun mengalami kenaikan yang cukup signifikan terlihat dari tahun 2011 jumlah permintaan sukuk mencapai Rp 35.924 Milyar, tahun 2014 mencapai Rp 47.906 Milyar, dan tahun 2015 mencapai Rp 56.257 Milyar. Tetapi hal yang menjadi permasalahan adalah jumlah tersebut belum maksimal jika dibandingkan dengan jumlah penduduk Indonesia 90% beragama Islam dimana pada tahun 2013 penduduk Indonesia mencapai 248.818,10 Juta jiwa, tahun 2014 mencapai 252.164,80 Juta jiwa, dan tahun 2015 mencapai 255.461,70 Juta jiwa. Dengan jumlah penduduk Indonesia beragama Islam yang besar serta kesadaran investasi berdasarkan prinsip syariah masyarakat

Indonesia yang terus meningkat sudah seharusnya permintaan dan penerbitan sukuk di Indonesia dapat semakin meningkat. Hal tersebut sebagaimana menurut Said dan Rihab (2013), komposisi penduduk muslim memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap pertumbuhan pasar sukuk.

Dengan adanya kontribusi masyarakat yang tinggi dalam berinvestasi pada instrumen investasi sukuk dan disertai komposisi penduduk di Indonesia terbesar adalah beragama Islam, maka sukuk dapat menjadi potensi pasar yang kedepannya bisa dikembangkan di Indonesia. Penerbitan sukuk di Indonesia tidak terlepas dari kondisi makroekonomi yang sedang terjadi dan yang akan terjadi (ekspektasi). Ketika kondisi makroekonomi stabil atau justru terguncang maka hal ini dapat memengaruhi keputusan para emiten untuk menerbitkan sukuk dan juga dapat memengaruhi keputusan investor untuk membeli sukuk. Hal tersebut sebagaimana yang dikemukakan oleh Tandililin (2010), Manab dan Agus (2016), dan Rini (2012) bahwa stabilitas ekonomi makro memainkan peran penting dalam perkembangan pasar sukuk. Kondisi ekonomi makro yang stabil menyebabkan penerbitan sukuk menjadi lebih diminati oleh investor karena instrumen investasi ini lebih bebas terhadap risiko-risiko, seperti risiko suku bunga, nilai tukar, inflasi, dan risiko likuiditas (Sayed, 2013).

Penelitian mengenai hubungan indikator makroekonomi di Indonesia, yang terdiri dari pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar, inflasi, dan pengangguran penerbitan sukuk oleh pemerintah dan korporasi terhadap ini menjadi penting untuk dikaji lebih jauh guna mengetahui bagaimana peran pemerintah dan korporasi sebagai penerbit sukuk (emiten) untuk ikut berkontribusi mengembangkan pasar sukuk di Indonesia. Berdasarkan uraian latar belakang ini, penulis tertarik untuk meneliti lebih jauh mengenai penelitian yang berjudul **“Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Penerbitan Sukuk di Indonesia”**.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh Produk Domestik Bruto (PDB), Jumlah Uang Beredar (JUB), inflasi, dan pengangguran terhadap penerbitan sukuk di Indonesia?

1.3 Tujuan

1. Untuk mengetahui pengaruh Produk Domestik Bruto (PDB), Jumlah Uang Beredar (JUB), inflasi, dan pengangguran terhadap penerbitan sukuk di Indonesia.

1.4 Manfaat

Pada hasil penelitian mengenai pengaruh antara indikator ekonomi makro terhadap penerbitan sukuk di Indonesia diharapkan akan diperoleh manfaat bagi pihak-pihak sebagai berikut:

1. Bagi pemerintah dan korporasi, penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan dalam mengambil kebijakan mengenai sumber pendanaan efektif sektor riil yang sangat berperan dalam rangka untuk mengatasi masalah makroekonomi Indonesia, yaitu pengangguran, inflasi, serta pertumbuhan ekonomi dan diharapkan kedepannya potensi instrumen investasi sukuk lebih ditingkatkan.
2. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat menambah khasanah ilmu pengetahuan dan sebagai bahan referensi bagi penelitian selanjutnya.
3. Bagi masyarakat, penelitian ini diharapkan dapat meningkatkan kesadaran dan minat masyarakat untuk beralih kepada investasi dengan instrumen

yang berprinsip syariah dan juga menguntungkan, berisiko rendah supaya kedepannya dapat turut serta berkontribusi dalam program pembangunan nasional yang didasari pada tujuan penerbitan sukuk.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Konsep Utang dari Sisi Penawaran

2.1.1 Teori Utang Negara (Pemerintah)

1. Hubungan antara Utang Pemerintah, Beban Pajak, dan Pendapatan Masyarakat (Konsumsi dan Tabungan)

Meskipun perpajakan adalah sumber dominan penerimaan keuangan pemerintah, terdapat beberapa alternatif lain yang digunakan sebagai sumber pembiayaan, seperti utang (*debt*), inflasi yang disebabkan pemerintah (*government-induced inflation*), sumbangan (*donations*), retribusi (*user charges*), dan hasil pengelolaan badan usaha milik negara (*government-run enterprise*) (Hyman, 2010). Pembiayaan melalui utang negara adalah penggunaan dana pinjaman untuk membiayai pengeluaran pemerintah. Suatu badan, institusi, ataupun masyarakat yang meminjamkan dananya kepada pemerintah akan menerima bunga atau bagi hasil di masa mendatang sebagai kompensasi atas pemilihan sekuritas pemerintah sebagai tujuan investasi daripada berinvestasi di sektor swasta.

Oleh karena utang negara harus dilunasi, maka ada alternatif bagi pemerintah untuk memilih antara menurunkan penerbitan utang baru atau tetap berutang dengan membankan pajak yang lebih tinggi di masa mendatang kepada masyarakat untuk melunasi utang negara tersebut. Dengan kata lain, jika pajak digunakan untuk melunasi utang di masa mendatang, masyarakat di masa mendatang diharuskan untuk memberikan pajak sebagai kompensasi atas masyarakat lain yang sudah mengorbankan tabungan dan konsumsi (variabel pendapatan masyarakat) untuk membeli sekuritas pemerintah di waktu sebelumnya. Dengan demikian, pembiayaan melalui utang dapat menunda beban perpajakan (*burden of taxation*) saat ini.

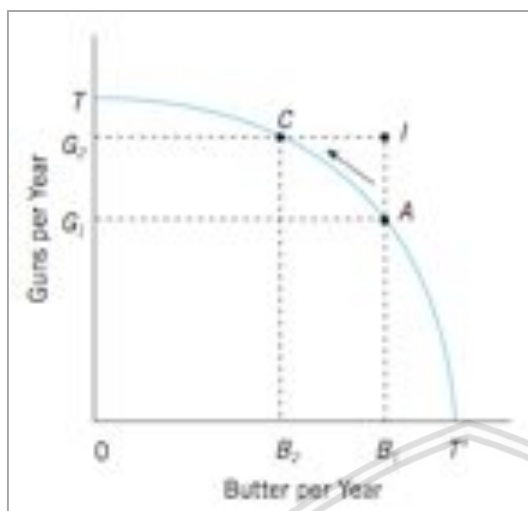
Peningkatan utang negara dapat disebabkan oleh meningkatnya pengeluaran dan sebagian karena menurunnya pajak (Waluyo dan Uci, 2016). Menurut Hyman (2010), ketika suatu negara lebih memilih pembiayaan melalui utang daripada meningkatkan sektor perpajakan memungkinkan pembiayaan proyek dengan harapan adanya tambahan penerimaan manfaat di masa mendatang, tanpa mengurangi secara berlebihan terhadap kemampuan daya beli masyarakat. Misalnya ketika negara memutuskan membiayai pembangunan barang publik (*public goods*) seperti jalan tol, jembatan, rumah sakit, kereta api, yang tentunya akan memakan waktu yang lama.

Apabila barang publik tersebut dibiayai segera melalui penambahan pajak, masyarakat akan dipaksa untuk mengurangi konsumsi barang dan jasa dan mengurangi *saving* (variabel pendapatan) sehingga meningkatkan biaya modal (*capital cost*) atas fasilitas yang belum bisa mereka nikmati karena pembangunan fasilitas memerlukan waktu yang lama untuk siap digunakan masyarakat. Dengan demikian, pemerintah akan membebankan pajak kepada masyarakat ketika proyek tersebut telah selesai dan siap digunakan (seperti pengenaan tarif tol, biaya pengobatan rumah sakit, peningkatan pajak secara umum, dan lain-lain). Apabila pembiayaan utang dilaksanakan secara *prudent*, dapat meningkatkan efisiensi penggunaan sumber daya ekonomi.

Dari segi sumber pembiayaan utang negara, Mishkin (2010) mengemukakan bahwa pembiayaan defisit anggaran dibagi menjadi dua, yakni melalui penerbitan utang (ΔB (bonds/obligasi)) dan pencetakan uang baru (ΔMB (monetary base/uang primer)). Pembiayaan defisit anggaran melalui penerbitan obligasi yang memanfaatkan perolehan dana dari publik atau masyarakat tidak akan menyebabkan penambahan jumlah uang beredar dan inflasi. Sebaliknya, ketika pembiayaan utang dilakukan dengan mencetak uang baru (*printing money*), maka penambahan jumlah uang beredar dan

inflasi akan terjadi dan jika hal ini dibiarkan secara terus menerus akan berdampak buruk bagi perekonomian. Hal ini sebagaimana menurut Hyman (2010) bahwa inflasi yang digerakkan (diinduksi) oleh pemerintah (*government-induced inflation*) adalah peningkatan harga secara tahunan yang berkelanjutan yang disebabkan oleh ekspansi uang beredar guna membayar barang dan jasa yang disediakan pemerintah, dimana pemerintah hanya dapat mencetak uang untuk membayar biaya barang dan jasa yang disediakan pemerintah atau dengan kata lain menambah jumlah uang beredar.

Dampak lanjut dari peningkatan jumlah uang beredar tersebut adalah menghasilkan tingkat inflasi yang lebih tinggi yang pada akhirnya tingkat konsumsi barang dan jasa semakin menurun karena semakin banyak uang yang diperlukan untuk mengkonsumsi barang dan jasa tersebut (penurunan nilai uang yang dinotasikan M/P), sehingga menaikkan permintaan akan uang dan tingkat suku bunga (Mankiw, dkk., 2014). Menurut Hyman (2010), hal tersebut pada gilirannya akan membatasi tingkat konsumsi dan *saving* sehingga mempengaruhi penurunan kemampuan pemerintah dalam realokasi sumber daya untuk penyediaan barang publik dalam jangka panjang. Kenaikan tingkat inflasi tersebut tergantung pula dari seberapa besar kemampuan masyarakat untuk meng-cover kenaikan harga dengan melakukan penyesuaian dengan tingkat pendapatan dan kepemilikan aset uang (kemampuan penambahan kekayaan). Dampak dari kenaikan utang pemerintah yang dibiayai dari penambahan uang primer (*monetary base*) adalah sebagai pada kurva PPC (*Production-Possibility Curve*) pada Gambar 2.1 berikut ini.

Gambar 2.1: Kurva *Production-Possibility* (Inflasi akibat Pembiayaan)

Sumber: Hyman, 2010.

Berdasarkan pada Gambar 2.1, menunjukkan bahwa penggunaan pembiayaan yang berakibat inflasi (*inflationary finance*) dapat dianggap sebagai upaya untuk bergerak di luar kurva kemungkinan produksi. Misalnya, penciptaan uang untuk meningkatkan output tahunan barang-barang militer, seperti senjata api, adalah upaya untuk meningkatkan produksi pemerintah tanpa mengurangi output tahunan barang-barang domestik misalnya dalam contoh ini adalah barang konsumsi mentega. Dengan kata lain, pembiayaan yang berakibat inflasi mencoba pindah dari titik A ke titik I pada Gambar 2.1. Hasilnya adalah inflasi yang menggerakkan perekonomian ke titik C, di mana peningkatan produksi senjata tahunan menyebabkan pengurangan output tahunan mentega ke B_2 .

Harga yang lebih tinggi dipengaruhi oleh *inflationary finance* menyebabkan konsumen mengurangi konsumsi barang-barang domestik. Inflasi juga dapat menurunkan nilai riil akumulasi tabungan yang dipegang oleh masyarakat, sehingga menurunkan kekayaan mereka secara riil. Pengurangan nilai riil uang atau yang disebut sebagai “pajak inflasi (*inflation*

tax)” yang pada akhirnya mengurangi kemampuan alokasi sumber daya di sektor swasta dan mentransfer sumber daya ke penggunaan pemerintah. Semakin banyak uang yang diciptakan untuk membiayai pembelian pemerintah, semakin besar beban (*burden*) dalam hal inflasi dan pengurangan daya beli sektor swasta.

Akibat dari *inflationary government finance* disisi masyarakat adalah peningkatan ekspektasi inflasi secara terus menerus dimana individu akan mencari strategi untuk menghindari memegang mata uang domestik, misalnya menggunakan mata uang asing untuk transaksi. Jika ini terjadi, pemerintah harus mengeluarkan lebih banyak dan lebih banyak uang untuk memenuhi pengeluarannya dan tingkat inflasi harus meningkat signifikan. Disamping itu, hasil akhir bagi perekonomian adalah hiperinflasi dimana ekspektasi inflasi terus meningkat. Inflasi yang semakin tinggi juga cenderung menyebabkan penurunan baik dalam tabungan dan investasi dalam suatu negara. Menurut Hyman (2010), hal ini seringkali mengarah pada ketidakstabilan politik dan "program penghematan (*austerity program*)" yang secara tajam yakni dengan cara mengurangi pengeluaran pemerintah dan pinjaman. Singkatnya, adalah bijaksana bagi pemerintah untuk menghindari “memproduksi inflasi” sebagai alat untuk membiayai pengeluaran negara.

2. Teori Klasik dan Teori Ekuivalensi Ricardian (*Ricardian Equivalence*) atas Utang Pemerintah

Pandangan tradisional atas utang pemerintah mengasumsikan bahwa ketika pemerintah memotong pajak dan mengalami defisit anggaran, konsumen menanggapi pendapatan setelah pajak yang lebih tinggi dengan melakukan pengeluaran lebih banyak (untuk konsumsi barang dan jasa). Sedangkan pada pandangan alternatif, yang disebut sebagai “Ekuivalensi Ricardian (*Ricardian Equivalence*)”. Menurut pandangan Ricardian, konsumen melihat kedepan, dan

karena itu, mendasarkan pengeluaran mereka (untuk konsumsi) tidak hanya pada pendapatan mereka sekarang, tetapi juga pendapatan pada masa depan yang mereka harapkan (Waluyo dan Uci, 2016).

Logika dasar dari Teori Ekuivalensi Ricardian (oleh David Ricardo) dimana kegiatan konsumsi yang melihat kedepan memahami bahwa pinjaman pemerintah saat ini berarti pajak yang lebih tinggi di masa depan. Pemotongan pajak yang didanai oleh pemerintah tidak akan mengurangi beban pajak, pemotongan pajak hanya menjadwalkan ulang pajak. Karena itu, pemotongan pajak seharusnya tidak mendorong konsumen melakukan pengeluaran lebih banyak. Prinsip umumnya adalah bahwa utang pemerintah ekuivalen dengan pajak masa depan, dan jika konsumen secara memadai melihat kedepan, pajak masa depan ekuivalen dengan pajak saat ini. Maka, mendanai pemerintah dengan utang adalah ekuivalen dengan mendanainya dengan pajak.

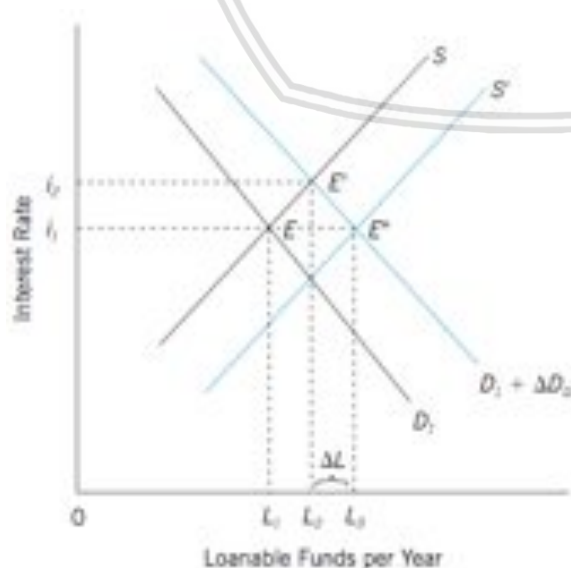
Menurut Waluyo dan Uci (2016), implikasi dari Ekuivalensi Ricardian adalah pemotongan pajak yang didanai utang membuat konsumsi tidak terpengaruh. Rumah tangga akan menabung kelebihan pendapatan *disposable*-nya untuk membayar kewajiban pajak di masa depan yang ditunjukkan oleh pemotongan pajak. Menurut pandangan klasik, defisit anggaran pemerintah memperbesar permintaan agregat dan mendorong *output* dalam jangka pendek, namun dalam jangka panjang akan mengakibatkan penurunan *output* perekonomian. Sedangkan, menurut pandangan Ricardian, defisit anggaran pemerintah tidak memiliki dampak ini, karena konsumen memahami bahwa defisit anggaran hanya mencerminkan penundaan beban pajak.

Menurut pandangan klasik bahwa suku bunga, aktivitas ekonomi saat ini, dan pertumbuhan ekonomi tidak akan dipengaruhi oleh kebijakan defisit anggaran. Namun, Ricardian berpandangan bahwa peningkatan pinjaman pemerintah berdampak pada penambahan *saving* (tabungan) oleh wajib pajak

yang memiliki pandangan kedepan (*forward-looking taxpayers*). Wajib pajak mengetahui bahwa di masa mendatang pemerintah akan menaikkan pajak guna mengkompensasi (membayar imbalan berupa pokok dan bunga) kepada masyarakat yang bersedia meminjamkan dana kepada pemerintah untuk berutang. Untuk mempersiapkan beban pajak lebih besar di masa datang, David Ricardo berpendapat bahwa masyarakat akan meningkatkan tabungan saat ini yang jumlahnya sama dengan tingkat defisit pemerintah. Ketika pemerintah menjalankan anggaran defisit, maka masyarakat akan menurunkan tingkat konsumsi, sehingga dapat menyisihkan pendapatan untuk menabung guna membayar pajak lebih besar di masa mendatang (Hyman, 2010).

Hasil dari kenaikan tingkat tabungan masyarakat ini adalah tidak akan meningkatkan permintaan agregat (konsumsi barang dan jasa), tidak merubah suku bunga, tidak terjadinya *crowding out* investasi di sektor swasta, dan tidak menurunkan pertumbuhan ekonomi di masa datang. Hubungan variabel-variabel tersebut dapat dijelaskan sebagaimana pada Gambar 2.2 berikut ini.

Gambar 2.2: Ekuivalensi Ricardian: Defisit Tidak Memengaruhi Suku Bunga



Sumber: Hyman, 2010

Berdasarkan pada Gambar 2.2 di atas, kenaikan utang pemerintah melalui pinjaman publik untuk membiayai defisit, menaikkan dana pinjaman (*loanable funds*). Dampak dari kenaikan pinjaman pemerintah ini, penawaran (*supply*) tabungan meningkat dari S ke S^1 untuk menyediakan dana sebagai antisipasi kenaikan pajak di masa mendatang. Kenaikan penawaran dana pinjaman ini membuat keseimbangan baru pada titik E. pada titik itu, terjadi penambahan ΔL dollar dana pinjaman yang tersedia per tahun untuk membiayai pajak masa depan sebagai hasil kebijakan defisit. Keseimbangan dana pinjaman sekarang berada pada L_3 dollar per tahun. Jika tambahan dana pinjaman ini sama dengan jumlah dana yang dibutuhkan untuk pembiayaan defisit, maka tingkat suku bunga menjadi di bawah keseimbangan awal, yakni menjadi i_i .

Dengan demikian, pandangan ini menyimpulkan bahwa pinjaman pemerintah untuk menutupi defisit tidak meningkatkan tingkat bunga pasar. Hal ini menyebabkan tidak adanya *crowding out* dari investasi swasta atau pinjaman konsumen untuk barang. Defisit tidak menjadi masalah menurut pandangan Ricardian ini. Hal ini berarti bahwa perubahan dalam defisit tidak akan mempengaruhi permintaan agregat, karena perubahan dalam pinjaman pemerintah akan diatasi dengan perubahan dalam tabungan privat (perseorangan).

2.1.2 Kebijakan Fiskal dan Kebijakan Publik sebagai Keputusan Pembiayaan Pengeluaran Pemerintah Melalui Utang

1. Kebijakan Fiskal

Kebijakan fiskal adalah kebijakan penyesuaian di bidang pengeluaran dan penerimaan pemerintah untuk memperbaiki keadaan ekonomi. Atau dapat dikatakan kebijakan fiskal adalah suatu kebijakan ekonomi dalam rangka mengarahkan kondisi perekonomian untuk menjadi lebih baik dengan jalan

mengubah penerimaan dan pengeluaran pemerintah dengan menggunakan belanja dan perpajakan dalam rangka menstabilkan perekonomian (Rahayu, 2014). Apabila pajak diturunkan, maka kemampuan daya beli masyarakat akan meningkat dan industri akan meningkatkan jumlah *output* barang dan jasa. Sebaliknya, kenaikan pajak akan menurunkan daya beli masyarakat serta menurunkan *output* produksi.

Pada prinsipnya, Keynes (dalam Naf'an, 2014) berpendapat bahwa kebijakan fiskal lebih besar pengaruhnya terhadap *output* daripada kebijakan moneter. Hal ini didasarkan atas pendapatnya bahwa, pertama elastisitas permintaan uang terhadap tingkat bunga kecil sekali (ekstrem nol) sehingga kurva IS (*investment-saving*) tegak. Kebijakan fiskal yang ekspansif akan menggeser kurva IS kekanan sehingga *output* meningkat. Sedangkan, ekspansi moneter dengan penambahan jumlah uang beredar pada kurva IS yang tetap tidak akan berpengaruh terhadap *output*. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan fiskal akan lebih efektif dibandingkan dengan kebijakan moneter.

Kebijakan fiskal dapat dikatakan sebagai salah satu kebijakan ekonomi makro dalam rangka (Rahayu, 2014 dan Naf'an, 2014):

- a. Membantu memperkecil fluktuasi dari siklus usaha.
- b. Mempertahankan pertumbuhan ekonomi yang *sustainable*, kesempatan kerja tinggi.
- c. Membebaskan dari inflasi yang tinggi atau bergejolak.
- d. Redistribusi pendapatan.

Berdasarkan ketiga poin tersebut menunjukkan bahwa tujuan jangka pendek dari kebijakan fiskal adalah untuk menstabilkan ekonomi makro dan tujuan jangka panjangnya adalah pengurangan defisit anggaran. Menurut Due

(dalam Rahayu, 2014) bahwa tujuan dari kebijakan fiskal adalah untuk tiga hal berikut.

- a. Untuk meningkatkan Produk Domestik Bruto (PDB) dan pertumbuhan ekonomi atau memperbaiki keadaan ekonomi.
- b. Untuk memperluas lapangan kerja dan mengurangi pengangguran. Berdasarkan teori Keynesian, kenaikan belanja pemerintah sehingga APBN mengalami defisit dapat digunakan untuk mengurangi pengangguran pada saat perekonomian resesi/depresi dan untuk meningkatkan daya beli masyarakat.
- c. Untuk menjaga kestabilan harga umum atau mengatasi inflasi. Dalam teori Keynesian, ketika terjadi inflasi, pemerintah harus mengurangi defisit anggaran untuk menekan laju inflasi namun akibatnya daya beli masyarakat dapat menurun (*tradeoff* jangka pendek)

Menurut Trilogi Musgrave (1989, dalam Hariyanto, 2016), kebijakan fiskal memiliki tiga fungsi utama yaitu sebagai berikut:

- a. Fungsi Stabilisasi, yakni pemerintah menjamin perekonomian tetap pada kesempatan kerja penuh dengan tingkat inflasi yang stabil.
- b. Fungsi Alokasi, yakni pemerintah melakukan intervensi terhadap perekonomian dalam mengalokasikan sumber daya ekonominya. Intervensi pemerintah ini dapat dilakukan dengan secara langsung membeli barang-barang publik seperti pertahanan, pendidikan, penyediaan infrastruktur jalan, jembatan, dll, dan secara tidak langsung melalui berbagai subsidi dan pajak, yang mendorong berbagai aktivitas atau menghambat aktivitas lainnya dengan memprioritaskan belanja sektor produktif.
- c. Fungsi Distribusi, yakni peran pemerintah dalam mendistribusikan kemakmuran kepada masyarakat, yang berkaitan dengan *tradeoff* antara

pemerataan dan efisiensi. Dengan adanya kebijakan distribusi pendapatan melalui mekanisme pemungutan pajak, kesenjangan pendapatan diantara masyarakat dapat dikurangi. Tujuan utama dari fungsi distribusi pada akhirnya adalah untuk mencapai pendapatan nasional actual mendekati potensialnya dimana sesuai dalam teori Keynesian, hal ini dapat dicapai dengan cara melakukan intervensi pada perubahan permintaan agregat agar mencapai kondisi kesempatan kerja penuh (*full employment*) dan stabilitas harga (*price stability*).

Dalam kerangka fungsi stabilitas di atas, kebijakan fiskal dipandang sebagai alat untuk memperkecil simpangan siklus bisnis. Siklus bisnis yang berfluktuasi ringan dapat dicapai dengan cara harmonisasi kebijakan antara kebijakan fiskal dan moneter untuk mengendalikan permintaan dan penawaran agregat melalui piranti ekonomi makro sehingga perekonomian dapat mencapai kestabilan. Kebijakan fiskal bekerja dengan dua langkah kebijakan dalam membantu upaya menstabilkan siklus bisnis atau fluktuasi ekonomi, yakni:

- a. Melalui stabilisator otomatis (*automatic stabilizer*), yang muncul dari bagian sistem fiskal yang secara alamiah berbeda dengan perubahan pada kegiatan ekonomi.
- b. Melalui kebijakan fiskal diskresioner, yang melibatkan perubahan aktif pada kebijakan yang berdampak pada pengeluaran pemerintah, pajak dan transfer, dan sering dilakukan untuk alasan di luar stabilisasi.

Menurut Khouri (dalam Naf'an, 2014), stabilisator atau perubahan-perubahan otomatis adalah perubahan-perubahan dalam pengeluaran pemerintah (G) dan atau penerimaan pajak (T) yang merupakan hasil dari fleksibilitas otomatis dari sistem fiskal (*the built-in flexibility of the fiscal system*). Sebagai misal, ketika pendapatan menurun dan perekonomian berada dalam

resesi, penerimaan pajak secara otomatis menurun dan pengeluaran pemerintah untuk kompensasi pengangguran secara otomatis meningkat.

Pada dasarnya, jenis kebijakan terbagi menjadi dua. Pertama, kebijakan fiskal kontraktif, yaitu kebijakan dengan menurunkan belanja negara dan menaikkan tingkat pajak. Menurut Naf'an (2014), kondisi tersebut ditandai dengan adanya tingkat pengangguran actual diatas tingkat pengangguran alamiahnya. Kebijakan ini juga bertujuan untuk menurunkan daya beli masyarakat dan mengatasi inflasi. Kedua, kebijakan fiskal ekspansif (*expansionary fiscal policy*), yaitu kebijakan menaikkan belanja negara dan menurunkan tingkat pajak netto dalam rangka meningkatkan daya beli masyarakat (Rahayu, 2014). Menurut Hariyanto (2016), kebijakan ini dilakukan ketika pertumbuhan ekonomi aktual lebih rendah dari potensi yang diperkirakan. Dampak dari kebijakan ini adalah terjadinya penambahan jumlah uang beredar dan berakibat pada penambahan permintaan dan penawaran barang dan jasa yang diikuti oleh dampak lainnya yakni penambahan lapangan kerja dan penurunan jumlah pengangguran.

Kebijakan defisit anggaran dilakukan oleh pemerintah ketika akselerasi pembangunan ekonomi ditingkatkan supaya *output* potensialnya dapat tercapai. Menurut Hariyanto (2016), kebijakan defisit yang demikian disebut sebagai kebijakn defisit struktural dimana pemerintah sengaja menerapkan strategi anggaran defisit guna mengejar pertumbuhan ekonomi. Sebaliknya, kebijakan defisit anggaran yang disebabkan karena adanya ketidakstabilan atau kemunduran perekonomian (resesi atau depresi), disebut sebagai kebijakan defisit siklikal. Menurut Barro (1989, dalam Anwar, 2014), terdapat beberapa sebab terjadinya defisit anggaran, yakni:

- a. Mempercepat pertumbuhan ekonomi.
- b. Pemerataan pendapatan masyarakat.

- c. Melemahnya nilai tukar.
- d. Pengeluaran akibat krisis ekonomi.
- e. Realisasi yang menyimpang dari rencana.
- f. Pengeluaran karena inflasi

Dalam Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2003 Tentang Keuangan Negara pasal 12 ayat (3), disebutkan bahwa dalam hal anggaran diperkirakan defisit, ditetapkan sumber-sumber pembiayaan untuk menutup defisit tersebut dalam Undang-Undang Nomor 14 Tahun 2015 Tentang APBN. Selanjutnya, dalam ayat tersebut disebutkan bahwa defisit anggaran yang dimaksud dibatasi maksimal 3% dari PDB (Produk Domestik Bruto) dan jumlah pinjaman (utang) dibatasi 60% dari PDB (Rahayu, 2014). Penerapan anggaran defisit berdampak pada kebutuhan pemerintah dalam menyediakan dana untuk membiayai selisih pendapatan dan belanja negara. Sepanjang sejarah Indonesia, pemerintah telah menggunakan beragam instrumen dalam membiayai defisit anggaran, yakni melakukan pencetakan uang (orde lama), pinjaman langsung (orde baru), dan penerbitan Surat Berharga Negara (pasca krisis 1997-1998). Pengalaman sejarah dimana pembiayaan didominasi melalui pencetakan uang dan pinjaman langsung menyebabkan dampak inflasi yang tinggi dan berakibat pada resesi ekonomi karena peningkatan permintaan yang tidak dibarengi dengan penawaran akibat peningkatan jumlah uang beredar terlalu besar.

Sebagaimana menurut Dornbursch, Fischer, dan Startz (Hariyanto, 2016) mengatakan bahwa pemerintah secara keseluruhan, terdiri dari Departemen Keuangan dan Bank Sentral dapat membiayai defisit anggarannya melalui dua cara, yakni dengan menjual obligasi dan mencetak uang. Sebagaimana menurut Mishkin (2010) bahwa jumlah uang beredar hanya akan meningkat ketika pembiayaan pengeluaran pemerintah dilakukan melalui pencetakan uang baru, dan sebaliknya jumlah uang beredar tidak berubah ketika pengeluaran

pemerintah dilakukan melalui penerbitan surat berharga (obligasi) dengan syarat dana yang diterima berasal dari publik, bukan dari pencetakan uang oleh Bank Sentral.

2. Kebijakan Publik

Kebijakan publik merupakan pola tindakan yang ditetapkan yang ditetapkan oleh pemerintah dan terwujud dalam bentuk peraturan perundang-undangan dalam rangka penyelenggaraan pemerintahan negara. Menurut Anderson (Hamdi, 2014), terdapat lima implikasi konsep kebijakan publik, yakni 1) kebijakan publik adalah tindakan yang berorientasi kepada tujuan; 2) kebijakan publik berisikan rangkaian tindakan yang diambil sepanjang waktu; 3) kebijakan publik merupakan tanggapan dari kebutuhan akan adanya suatu kebijakan mengenai hal-hal tertentu; 4) kebijakan publik merupakan gambaran dari kegiatan pemerintah senyatanya, dan bukan sekedar keinginan yang akan dilaksanakan; 5) kebijakan pemerintah dapat merupakan kegiatan aktif atau pasif dalam menghadapi suatu masalah. Dengan demikian, kebijakan publik memiliki beberapa karakter seperti sebagai berikut ini:

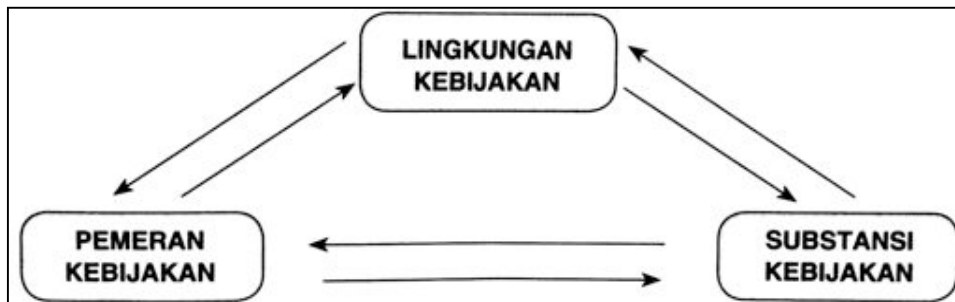
- a. Setiap Kebijakan Publik selalu Memiliki Tujuan, yakni untuk menyelesaikan masalah publik (yang tidak bisa diselesaikan secara perorangan). Kebijakan secara lebih konkrit dikenali dengan istilah sesuai dengan penyebutan urusan pemerintahan, misalnya, kebijakan kesehatan, pendidikan, pertanian, dan sebagainya (kebijakan secara spesifik diselesaikan oleh urusan pemerintahan menurut sektor sebagaimana dalam UU Nomor 32 Tahun 2004).
- b. Setiap Kebijakan Publik selalu Merupakan Pola Tindakan yang Terjabarkan dalam Program dan Kegiatan. Sifat penting dari karakteristik ini dibagi menjadi tiga, yakni 1) Setiap kebijakan publik

yang dibuat akan menguntungkan banyak pihak, namun juga mengorbankan pihak lainnya, sehingga akan memicu perubahan kebijakan publik yang baru; 2) solusi yang termuat dalam suatu kebijakan jarang yang bersifat final dan lengkap; 3) kebijakan publik dapat terjadi ketidakkonsistenan pelaksanaan; 4) tumpang tindih kebijakan publik antar daerah dengan pusat.

- c. Setiap Kebijakan Publik selalu Termuat dalam Hukum Positif, dimana sifat penting dari karakteristik ini adalah 1) pemerintahan merupakan badan yang memiliki kewenangan untuk membuat aturan yang mengikat atau mesti dipatuhi oleh semua warga negara; 2) pemerintah memiliki kewenangan untuk memberikan sanksi kepada pelanggar ketika kebijakan publik dilaksanakan untuk menjaga fungsi kemanfaatannya terhadap seluruh warga negara.

Kebijakan publik pada dasarnya merupakan sarana seklaigus pembeda pelaksanaan fungsi-fungsi pemerintahan. Dengan sifat ini, kebijakan publik merupakan gambaran dari arah dan isi pelaksanaan fungsi-fungsi pemerintahan tersebut. Dalam hal ini, kebijakan publik merupakan produk dari lingkungan pemerintahan, dan pada gilirannya juga memberi pengaruh terhadap perkembangan lingkungan pemerintahan tersebut. Keterkaitan antara ketiga hal tersebut disebut sebagai sistem kebijakan sebagaimana yang terlihat pada Gambar 2.3 berikut ini.

Gambar 2.3: **Sistem Kebijakan Publik**



Sumber: Dunn (1981, dalam Hamdi, 2014)

Sebagai produk dari lingkungannya, kebijakan publik adalah gambaran pola tindakan pemerintahan untuk menyelesaikan masalah-masalah yang terdapat dalam lingkungannya. Suatu pemerintahan diharapkan bersifat responsif terhadap setiap dukungan kebutuhan dari warga negaranya yang dikelola secara efisien, efektif, dan berkesinambungan. Di dalam substansi kebijakan, setidaknya kebijakan publik dibagi menjadi dua tipe, yakni (Anderson, dalam Hamdi, 2014):

- a. Kebijakan Substantif, yakni hal-hal yang sedang dilakukan pemerintah, seperti proyek pembangunan jalan tol, jembatan, larangan minuman keras, dan lain-lain.
- b. Kebijakan Prosedural, yakni mencakup organisasi, institusi, badan yang bertanggung jawab atas pelaksanaan dan proses kebijakan publik.

Dilihat secara ekonomi, kebijakan sangat erat hubungannya dengan alokasi sumber daya. Dengan kata lain, wujud kebijakan dapat berbeda sesuai dengan perbedaan persediaan sumber daya dimana terdapat dua kondisi pokok dalam penentuan kebijakan. Pertama, ketika suatu daerah memiliki keterbatasan sumber daya, dalam usaha memaksimalkan alokasi sumber daya, maka kebijakan yang diambil lebih mengarah kepada efisiensi. Kedua, ketika suatu daerah memiliki sumber daya banyak, kebijakan alokasi sumber daya yang

diambil lebih mengarah kepada pemerataan. Dua kebijakan tersebut erat kaitannya dengan tradeoff antara pertumbuhan dan pemerataan, yang manakah sebaiknya didahulukan oleh aktor politik. Sebagai solusinya, menurut Hollis Chenery (Hamdi, 2014) strategi yang diambil pemerintah sebaiknya mengarah kepada *growth with distribution* dimana strategi pembangunan untuk pertumbuhan tanpa memerhatikan pemerataan akan mengarah kepada kepincangan. Sedangkan, pemerataan tanpa pertumbuhan akan mengakibatkan ketertinggalan atau kelambatan.

Sejalan dengan pertimbangan-pertimbangan tersebut, maka kebijakan publik dapat dibagi kedalam beberapa bentuk, seperti (Abidin, 2012):

- a. Berupa aturan atau ketentuan yang mengatur kehidupan masyarakat (regulasi), yakni pengaturan pemerintah mengenai kebijakan fiskal dan moneter misalnya tingkat bunga, pajak, tarif, yang dapat memengaruhi investasi, pergeseran kegiatan ekonomi, ekspor-impor, dan lain-lain.
- b. Distribusi atau alokasi sumber daya, yakni kebijakan yang bertujuan untuk mengimbangi berbagai kesenjangan antar golongan dan daerah dalam suatu negara.
- c. Redistribusi atau realokasi, yakni kebijakan yang bertujuan untuk memperbaiki kesenjangan pendapatan yang diakibatkan oleh ketidaktepatan kebijakan sebelumnya yang sasarannya adalah pemerataan ekonomi dalam masyarakat.
- d. Pembekalan atau pemberdayaan, yakni kebijakan dalam memodali atau melengkapi masyarakat agar dapat lebih mandiri dalam berkehidupan, seperti menyediakan sarana dan prasarana, keringanan pajak terhadap golongan tertentu, pemberian kredit bunga rendah, dan lain-lain.

Demi memperoleh kebutuhan hidup seperti kesejahteraan, pendidikan, kesehatan, keamanan, maka warga negara menyerahkan pengelolaan

pemenuhan kebutuhan tersebut kepada negara dikarenakan alokasi sumber daya yang dibutuhkan berbiaya mahal. Penyediaan kebutuhan barang-barang publik tersebut seringkali mengalami permasalahan dalam pemanfaatannya dikarenakan terdapat adanya potensi konflik kepentingan diantara para penggunanya. Berbeda dengan barang privat dimana dalam pemanfaatannya tidak merugikan orang lain dan dalam penyelesaiannya hanya melibatkan segelintir orang (yang berkepentingan) dan tidak sampai ranah pemerintah.

Ciri pokok barang publik adalah, pertama, konsumsinya tidak dapat dipisahkan (*non exclusion*) antara orang yang membayar dengan orang yang tidak membayar. Kedua, konsumsi, konsumsi dari barang-barang tersebut terjadi secara kolektif Menurut Savas (dalam Abidin, 2012), *public goods* itu sebagai *collective goods*, yang dimasukkan sebagai salah satu dari empat macam barang dalam klasifikasi sebagai berikut ini:

- a. Barang Publik (*Public Tools*), yaitu barang yang dikonsumsi oleh banyak orang secara bersama-sama dan produsennya tidak mampu melakukan pencegahan terhadap pihak lain untuk mengkonsumsinya. Barang publik dibagi menjadi dua, yakni barang publik *non-rivalry* (tanpa persaingan/tidak merugikan pengguna lain) dan *non-excludability* (tanpa menafikan/semua orang dapat menggunakan). Ketika orang tidak bersedia membayar pajak dinamakan sebagai *free rider* (penunggang gelap). Sementara ketika orang menggunakan barang publik secara berlebihan dinamakan sebagai *tragedy of the commons* (tragedi kebersamaan). Menurut Rahayu (2014), barang-barang publik (*public goods*) atau barang-barang kolektif (*collective goods*) dan penyediaan jasa umum (*public service*) seperti penyediaan jalan umum, ruang publik, kemanan, dan pertahanan nasional, dan lain-lain kebutuhan umum adalah barang dan jasa yang tidak mungkin disediakan dan diperoleh

masyarakat dari pasar, sehingga barang dan jasa seperti itu harus disediakan oleh pemerintah.

- b. Barang Swasta (*Private Tools*), yaitu barang yang dikonsumsi secara perseorangan dan ketika dikonsumsi oleh seseorang tidak bisa lagi dikonsumsi oleh orang lain. Produsen barang dan jasa dapat mencegah pihak lain untuk mengkonsumsinya.
- c. Barang Milik Umum (*Common Goods*), yaitu barang-barang yang tidak dapat dibedakan antara yang membayar dengan tidak membayar, tetapi pencegahan tidak mungkin dilakukan oleh penyelenggaranya.
- d. Barang Bersama (*Collective Goods*), yaitu barang-barang yang tidak dapat dipisahkan antara yang membayar dengan yang tidak, dan dikonsumsi tidak secara individu, tetapi secara bersama-sama.

2.1.3 Teori Utang Perusahaan (Korporasi) dan Kebijakan dalam Pembiayaan Investasi Melalui Utang

1. Definisi dan Sumber Modal Kerja

Dalam mengembangkan atau memulai suatu bisnis, modal (*capital*) selalu menjadi salah satu ukuran permasalahan. Sumber-sumber mendapatkan modal ada yang bersumber dari internal dan eksternal. Di sisi lain, ketika sebuah keputusan diambil perlu juga menganalisis dampak keputusan tersebut secara jangka panjang, termasuk kemungkinan-kemungkinan terburuk yang bisa terjadi dari keputusan tersebut serta solusi-solusi yang realistis untuk diterapkan. Menurut Fahmi (2014), modal kerja adalah investasi sebuah perusahaan pada aktiva-aktiva jangka pendek kas, sekuritas, persediaan dan piutang yang penempatannya tepat sasaran (*profitable*). Sumber modal kerja menurut Shim dan Siegel (dalam Fahmi, 2014) adalah seperti 1) pendapatan bersih; 2) peningkatan kewajiban tidak

lancar; 3) kenaikan ekuitas para pemegang saham; dan 4) penurunan aktiva tidak lancar.

2. Kebijakan Modal Kerja dan Kebijakan Struktur Modal

Kebijakan modal kerja adalah keputusan-keputusan kebijakan dasar yang berhubungan dengan tingkat sasaran untuk masing-masing katagori aktiva lancar dan bagaimana aktiva lancar tersebut akan didanai. Menurut Fahmi (2014), penentuan kebijakan modal kerja haruslah sangat hati-hati (*prudent*), dalam artian penempatan dana yang terlalu besar dalam satu akun memiliki risiko lebih besar (potensi penumpukan dana menganggur/*idle fund*), sementara penempatan dana terlalu kecil akan membahayakan stabilitas keuangan perusahaan. Kesimpulannya, kebijakan modal kerja adalah kebijakan pengontrolan modal secara sistematis dan berkelanjutan. Dengan demikian, hal-hal penting yang harus dipahami oleh setiap manajer keuangan mengenai pengalokasian aktiva dan pinjaman adalah seperti:

- a. Pertama, jika untuk kebutuhan jangka panjang, maka sumber dana harus bersumber dari jangka panjang, dan jika untuk kebutuhan jangka pendek, maka sumber dana juga dari jangka pendek.
- b. Kedua, jika perolehan keuntungan tersebut digunakan untuk mengamankan keuangan perusahaan dalam jangka panjang, maka diharapkan aset tersebut diinvestasikan ke bentuk tanah.
- c. Ketiga, jika perolehan keuntungan tersebut ingin dipakai untuk mengamankan keuangan perusahaan dalam jangka pendek, maka sebaiknya perusahaan mengkonversikan kedalam bentuk aset lancar seperti saham, obligasi, kas, dan lain-lain.

Menurut Siegel dan Shim (Fahmi, 2014), struktur modal (*capital market*) adalah komposisi saham biasa, saham preferen, dan sejenisnya,

laba ditahan, dan utang jangka panjang yang dipertahankan oleh kesatuan usaha mengenai aktiva. Maka, struktur modal adalah gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari hutang jangka panjang dan modal sendiri yang menjadi sumber pembiayaan perusahaan. Pembagian struktur modal secara garis besar dibedakan menjadi dua, yakni:

- a. *Simple Capital Structure*, yaitu jika perusahaan hanya menggunakan modal sendiri saja dalam modalnya.
 - b. *Complex Capital Structure*, yaitu selain menggunakan modal sendiri perusahaan juga meminjam dana.
3. Struktur Risiko Pembiayaan Modal Kerja Melalui Utang (Eksternal)

Pada penggunaan dana untuk mendukung modal kerja bersumber dari eksternal dan jumlah itu dianggap terlalu besar, maka hal ini bisa menimbulkan beberapa persoalan. Sumber dana eksternal seperti pinjaman dari perbankan dan penerbitan obligasi perusahaan. Sumber pembiayaan dari luar ini dianggap sebagai kewajiban, dimana misalnya risiko perolehan dana dari penjualan obligasi yakni kewajiban untuk melunasi dan membayar bunga secara tepat waktu kepada pemegang obligasi. Jika terjadi ketidakmampuan perusahaan untuk membayar, maka perusahaan akan membayar utang melalui konversi kepemilikan saham perusahaan. Kondisi tersebut disebut sebagai risiko gagal bayar (*default risk*) ketika pendanaan eksternal sangat mendominasi keuangan perusahaan tanpa memperhitungkan kemampuan perputaran keuntungan di masa mendatang.

Menurut Brigham dan Houston (dalam Fahmi, 2014), bahwa kebijakan struktur modal melibatkan adanya suatu pertukaran antara risiko dan pengembalian:

- a. Penggunaan lebih banyak utang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham.
- b. Namun, penggunaan utang yang lebih besar menyebabkan terjadinya ekspektasi imbal hasil atas ekuitas yang lebih tinggi.

4. Teori Struktur Modal dan Kebijakan Perusahaan

Secara umum, teori yang membahas tentang struktur modal ada dua, yakni, *Balancing Theories*, dan *Pecking Order Theory*, yang selengkapnya dapat diuraikan sebagai berikut ini (Fahmi, 2014):

a. *Balancing Theories*

Balancing Theories merupakan suatu kebijakan yang ditempuh oleh perusahaan untuk mencari dana tambahan dengan cara mencari pinjaman baik ke perbankan atau juga dengan menerbitkan obligasi (*bonds*). Sehingga dapat dikatakan bahwa menjual obligasi adalah artinya berhutang pada publik atau perusahaan melakukan penambahan *long term liabilities*-nya. Maka penerapan *Balancing Theories* juga memungkinkan diterapkan oleh suatu pemerintahan dengan cara melakukan pinjaman ke pihak asing seperti pemerintah negara asing atau lembaga donor (IMF, ADB, dan lain-lain).

Kondisi yang layak diterapkannya keputusan *Balancing Theories* oleh wirausahawan adalah sebagai berikut ini:

- (1) Kondisi perekonomian yang cenderung stabil, dalam artian inflasi dalam keadaan rendah, serta pertumbuhan ekonomi dalam kondisi yang diharapkan dimana kondisi seperti ini akan mengakibatkan kemampuan daya beli masyarakat tinggi dan stabil.
- (2) Kondisi grafik penjualan berada dalam peningkatan sehingga perusahaan memiliki kemampuan untuk membayar kembali pokok utang berikut bunga pinjamannya.

(3) Cadangan perusahaan (*company reserve*) berada dalam keadaan yang maksimal. Sehingga jika sewaktu-waktu hasil dari penjualan terjadi penurunan dan perusahaan harus membayar angsuran pinjaman, maka untuk sementara dapat menggunakan dana cadangan perusahaan.

(4) Kondisi dan situasi social politik dalam dan luar negeri yang diperkirakan dalam keadaan kondusif dan stabil dalam jangka panjang membuat iklim investasi berkembang dengan pesat yang juga disertai dengan kenaikan FDI (*Foreign Direct Investment*) yang membawa dampak positif ke keuangan perusahaan.

b. *Pecking Order Theory*

Pecking Order Theory merupakan suatu kebijakan yang ditempuh suatu perusahaan untuk mencari tambahan dana dengan cara menjual aset yang dimilikinya, seperti menjual gedung, tanah, peralatan, dan aset lainnya, termasuk laba ditahan. Dampak kebijakan ini adalah perusahaan akan mengalami kekurangan aset karena dipakai untuk membiayai rencana aktivitas perusahaan, seperti pembiayaan untuk pengembangan produk baru dan ekspansi perusahaan (cabang baru).

2.2 Konsep Obligasi

Menurut Mishkin (2010), suatu efek/sekuritas (instrumen keuangan) adalah hak (klaim) atas laba masa depan atau aset (sesuatu yang diaktakan sebagai hak keuangan/kepemilikan). Obligasi (*bond*) merupakan sekuritas utang yang menjanjikan pembayaran secara periodic untuk suatu periode tertentu. Pasar obligasi sangat penting di dalam perekonomian karena fungsinya yakni sebagai pembiayaan kegiatan yang dilakukan dimana obligasi tersebut terpengaruh oleh tingkat suku bunga. Suku bunga merupakan biaya pinjaman uang atau harga

yang dibayarkan untuk dana pinjaman tersebut. Sebagaimana menurut Keynes (Mankiw, dkk., 2014), suku bunga merupakan biaya kesempatan memegang uang. Selain itu suku bunga juga menjadi indikator kelangkaan terhadap jumlah uang beredar dalam perekonomian. Semakin tingginya tingkat suku bunga, maka jumlah uang beredar yang tersedia semakin rendah karena semakin tingginya tingkat permintaan uang.

2.2.1 Jenis, Metode Perhitungan Obligasi, dan Hubungan Suku Bunga terhadap Harga Obligasi

Obligasi merupakan salah satu jenis dalam instrumen pasar kredit. Berdasarkan jangka waktu pembayaran arus kas, terdapat empat jenis instrumen dalam pasar kredit, yakni (Mishkin, 2010):

1. Pinjaman Sederhana (*simple loan*), dimana pemberi pinjaman memberikan kepada peminjam sejumlah dana, yang harus dibayarkan kembali kepada pemberi pinjaman pada saat jatuh tempo dengan tambahan pembayaran untuk bunga (misalnya pinjaman komersial untuk usaha).
2. Pinjaman dengan pembayaran yang tetap (*fix payment loan*), yang disebut juga sebagai istilah pinjaman yang amortisasi penuh (*fully amortized loan*), dimana pemberi pinjaman memberikan kepada peminjam sejumlah dana, yang harus dibayarkan kembali secara berkala (misalnya bulanan) dalam jumlah yang sama kepada pemberi pinjaman, terdiri atas pokok pinjaman dan suku bunga untuk sejumlah periode.
3. Obligasi Kupon (*Coupon Bond*), yakni obligasi yang membayar kepada pemilik obligasi sejumlah suku bunga yang tetap (pembayaran kupon) setiap tahun sampai dengan jatuh tempo, yaitu ketika sejumlah akhir dana tertentu (nilai nominal/*face value* atau nilai pari/*par value*). Kupon obligasi diidentifikasi dari tiga jenis informasi, yakni perusahaan atau

badan pemerintah yang menerbitkan obligasi, tanggal jatuh tempo obligasi, dan tingkat kupon (*coupon rate*) yaitu jumlah uang dalam satuan mata uang tertentu dari pembayaran kupon tahunan yang dinyatakan sebagai presentase dari nilai obligasi tersebut.

4. Obligasi Diskonto (*Discount Bond*), disebut juga sebagai obligasi tanpa kupon (*zero coupon bond*), yakni obligasi yang dibeli pada harga lebih rendah dari nilai nominalnya (pada harga diskonto), dan nilai nominalnya dibayarkan kembali pada tanggal jatuh tempo. Tidak seperti obligasi kupon, obligasi diskonto tidak melakukan pembayaran bunga, tetapi hanya membayarkan nilai nominalnya.

Berdasarkan keempat jenis instrumen di atas dapat diketahui bahwa semua instrumen memerlukan waktu pembayaran yang berbeda seperti, pinjaman sederhana hanya pada saat jatuh tempo, sedangkan pinjaman dengan oembayaran tetap dan obligasi kupon membayarkan secara berkala hingga waktu jatuh tempo. Dalam menghitung imbal hasil obligasi sangat erat keitanya dengan imbal hasil hingga jatuh tempo (*yield to maturity*), yaitu suku bunga yang menyamakan nilai sekarang dari pembayaran arus kas yang diterima dari suatu instrumen utang dengan nilai hari ini. Aplikasi *yield to maturity* untuk tiap instrumen memiliki rumus yang berbeda-beda, yakni:

1. Pinjaman Sederhana, dengan rumus:

$$PV = CF/(1+i)^n$$

Dimana: PV = Jumlah yang dipinjam, CV = arus kas dalam waktu satu tahun kedepan.

2. Pinjaman dengan Pembayaran Tetap (*Fix Payment Loan*), dengan rumus:

$$LV = (FP/1+i) + (FP/(1+i)^2) + (FP/(1+i)^3) + \dots + (FP/(1+i)^n)$$

Dimana: LV = Nilai pinjaman, FP = Pembayaran tahunan yang tetap. N = banyaknya tahun sampai jatuh tempo.

3. Obligasi Kupon

$$P = C/(1+i) + C/(1+i)^2 + C/(1+i)^3 + \dots + C/(1+i)^n + F/(1+i)^n$$

Dimana: P = Harga kupon obligasi, C = Pembayaran kupon tahunan, F = Nilai nominal obligasi, n = Tahun sampai dengan jatuh tempo.

4. Yield Berbasis Diskonto

$$i_{db} = ((F-P)/F) \times (360/\text{hari jatuh tempo})$$

Dimana: i_{db} = *yield* berbasis diskonto, F = nilai nominal obligasi (obligasi diskonto), P = Harga beli obligasi diskonto.

Menurut Bodie, dkk. (2014), harga obligasi merupakan nilai tunai yang akan diterima oleh investor dimasa mendatang. Harga obligasi merupakan wujud dari nilai sekarang (*present value*) ketika investor memegang obligasi yang tergantung dari tingkat suku bunga pasar. Pada rumus perhitungan harga obligasi pinjaman sederhana, pinjaman dengan pembayaran tetap, dan obligasi kupon dapat diketahui bahwa. pada tingkat suku bunga yang lebih tinggi, nilai *present value* pembayaran yang akan diterima oleh pemegang obligasi akan lebih rendah. Akibatnya, harga obligasi akan turun pada saat suku bunga meningkat. Hal ini memberikan aturan umum dalam valuasi obligasi, yakni ketika suku bunga naik, harga obligasi harus turun karena *present value* dari pembayaran obligasi dengan mendiskontokannya pada suku bunga yang lebih tinggi. Sebagaimana menurut Mishkin (2010), terdapat beberapa hal yang dapat terjadi antara pergerakan harga obligasi dengan *yield to maturity*, yakni:

1. Ketika obligasi kupon dihargai pada tingkat nominalnya, *yield to maturity* sama dengan tingkat kupon.
2. Harga obligasi kupon dan *yield to maturity* berhubungan negatif, yakni sejalan dengan kenaikan *yield to maturity*, harga obligasi naik.

Sebagaimana dalam rumus di atas bahwa sejalan kenaikan i , yakni *yield to maturity*, semua penyebut dalam rumus harga obligasi harus bertambah dan mengakibatkan harga obligasi semakin turun.

3. *Yield to maturity* lebih besar daripada tingkat kupon ketika harga obligasi dibawah nilai nominalnya.

Pada rumus keempat (*yield* berbasis diskonto), memiliki konsep perhitungan yang berbeda dengan perhitungan menggunakan *yield to maturity*. Pertama, metode ini menggunakan keuntungan presentase atas nilai nominal obligasi daripada menggunakan keuntungan presentase atas harga pembelian obligasi, yang digunakan untuk menghitung *yield to maturity*. Kedua, metode ini meletakkan *yield* berbasis tahunan dengan memperhitungkan tahun sama dengan 360 hari daripada 365 hari. Disisi lain, penggunaan keuntungan presentase menggunakan nilai nominal, bukan dari harga beli. Harga beli dari suatu obligasi diskonto selalu lebih rendah dari nilai nominalnya, keuntungan presentase atas nilai obligasi lebih kecil daripada keuntungan presentase atas harga beli.

Menurut Mishkin (2010), hubungan antara obligasi dengan suku bunga dilihat dari waktu jatuh temponya dapat dibedakan menjadi lima, yakni:

1. Obligasi yang imbal hasilnya sama dengan *yield to maturity* awal adalah yang jangka waktu jatuh tempo sama dengan periode kepemilikan.
2. Kenaikan suku bunga dihubungkan dengan penurunan harga obligasi yang mengakibatkan kerugian modal atas obligasi yang jangka waktu jatuh temponya lebih panjang daripada periode kepemilikan.
3. Semakin lama jatuh tempo obligasi, semakin besar presentase perubahan harga berkaitan dengan perubahan suku bunga.
4. Semakin lama jatuh tempo obligasi, semakin rendah tingkat imbal hasil yang terjadi sebagai akibat dari peningkatan suku bunga.

5. Meskipun obligasi memiliki suku bunga awal yang sangat besar, imbal hasilnya menjadi negatif jika suku bunga meningkat.

Berdasarkan pada hubungan diatas menunjukkan bahwa harga dan imbal hasil obligasi jangka panjang lebih berfluktuatif daripada obligasi yang berjangka waktu lebih pendek. Tingkat risiko yang timbul dari imbal hasil aset akibat dari perubahan tingkat suku bunga disebut sebagai risiko tingkat suku bunga (*interest rate risk*). Semakin pendeknya masa jatuh tempo instrumen utang, maka semakin besar kerentanannya terhadap perubahan suku bunga (pengecualian terhadap *yield* berbasis diskonto).

2.2.2 Permintaan dan Penawaran Obligasi

1. Keseimbangan Permintaan dan Penawaran Obligasi

Tingkat harga obligasi yang berubah-ubah setiap waktu adalah sebagai akibat dari tingkat suku bunga yang berfluktuasi akibat interaksi permintaan dan penawaran obligasi di pasar obligasi. Konsep permintaan dan penawaran obligasi merupakan hal penting guna mengetahui terjadinya keseimbangan pasar obligasi. Teori permintaan terhadap obligasi sama halnya dengan teori terhadap permintaan aset (*theory of asset demand*) dimana aset adalah salah satu bentuk kepemilikan yang berfungsi sebagai alat penyimpan nilai. Terdapat empat faktor utama tinggi rendahnya permintaan terhadap suatu aset, yakni sebagai berikut ini (Mishkin, 2010):

- a. Kekayaan, yaitu keseluruhan sumber daya yang dimiliki oleh individu, termasuk semua aset. Dengan asumsi faktor lainnya tetap, peningkatan kekayaan menaikkan jumlah permintaan dari suatu aset.
- b. Perkiraan Imbal Hasil, yakni perkiraan imbal hasil pada periode mendatang pada suatu aset relatif terhadap aset yang lain. Imbal hasil dari suatu aset (seperti obligasi) mengukur berapa banyak keuntungan yang diperoleh investor dari memiliki suatu aset. Semakin meningkatnya

perkiraan imbal hasil dari suatu aset relatif terhadap aset alternatif, dengan asumsi lainnya tetap, maka akan meningkatkan permintaan atas aset tersebut.

- c. Risiko, yakni derajat ketidakpastian yang terkait dengan imbal hasil pada satu aset relatif terhadap aset yang lain. Dengan asumsi yang lainnya tetap, apabila risiko suatu aset meningkat relatif terhadap aset alternatif, maka jumlah permintaan atas aset tersebut akan turun.
- d. Likuiditas, yakni kecepatan dan kemudahan suatu aset untuk diubah menjadi uang relatif terhadap aset yang lain. Aset dikatakan likuid apabila pasar dimana aset tersebut diperdagangkan memiliki kedalaman dan luas, artinya pasar tersebut memiliki banyak penjual dan pembeli. Obligasi merupakan salah satu bentuk aset yang cukup likuid tergantung dengan ukuran pasar dan keaktifan diperdagangkan obligasi tersebut, serta memiliki biaya transaksi yang rendah ketika menjualnya. Semakin likuid suatu aset relatif terhadap aset lainnya, dengan asumsi faktor lainnya adalah tetap, aset tersebut semakin menarik, dan semakin besar jumlah yang diterima.

Secara garis besar, pada tabel berikut ini merupakan ringkasan respons jumlah permintaan aset terhadap perubahan kekayaan, perkiraan imbal hasil, risiko, dan likuiditas.

Tabel 2.1: Respons Jumlah Permintaan Aset terhadap Kekayaan, Perkiraan Imbal Hasil, Risiko, dan Likuiditas

Variabel	Perubahan Variabel	Perubahan Jumlah Permintaan
Kekayaan	Naik	Naik
Perkiraan imbal hasil relatif terhadap aset lainnya	Naik	Naik
Risiko relatif terhadap aset lainnya	Naik	Turun

Likuiditas relatif terhadap aset lainnya	Naik	Naik
--	------	------

Sumber: Mishkin, 2010

Kurva permintaan (*demand curve*) obligasi yang menunjukkan hubungan antara jumlah permintaan dan harga ketika variabel ekonomi lainnya tetap (nilai variabel lainnya telah ditentukan). Kurva permintaan mencerminkan perkiraan imbal hasil yang diminta oleh investor akibat adanya perubahan tingkat suku bunga. Imbal hasil obligasi secara pasti dapat diketahui dan sama dengan suku bunga sebagaimana diukur dengan *yield to maturity* (untuk memudahkan perhitungan) dimana menggunakan rumus pada yield berbasis diskonto, dengan rumus:

$$i = R^e = (F-P)/P$$

dimana:

i = Suku bunga = *Yield to maturity*

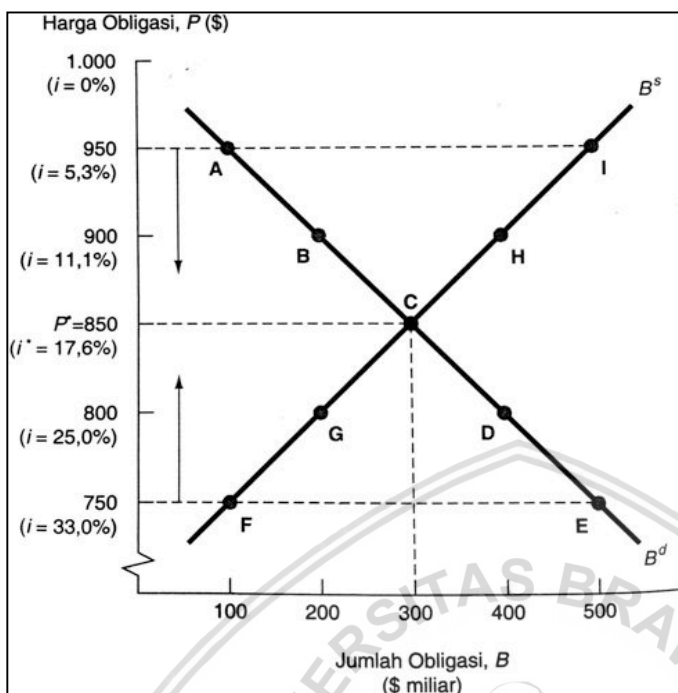
R^e = Perkiraan imbal hasil

F = Nilai nominal obligasi diskonto

P = Harga awal pembelian obligasi diskonto

Sedangkan, dalam menurunkan kurva penawaran obligasi (*supply curve*) menunjukkan hubungan antara jumlah yang ditawarkan dan harga ketika semua variabel ekonomi lainnya dianggap konstan. Hubungan antara permintaan dan penawaran obligasi dapat disajikan pada gambar berikut ini.

Gambar 2.4: Keseimbangan Penawaran dan Permintaan Obligasi



Sumber: Mishkin, 2010

Keseimbangan pasar (*market equilibrium*) terjadi ketika orang bersedia untuk membeli (permintaan) sama dengan jumlah orang yang bersedia menjual (penawaran) pada harga tertentu. Dalam pasar obligasi, keseimbangan tersebut dicapai ketika jumlah obligasi yang diminta sama dengan jumlah obligasi yang ditawarkan, yakni:

$$B^d = B^s$$

Pada Gambar 2.4 di atas, keseimbangan dicapai pada titik C, ketika kurva permintaan dan kurva penawaran bertemu di satu titik pada harga obligasi sebesar \$850m (suku bunga sebesar 17,6%) dan jumlah obligasi sebesar \$300 miliar. Pada harga $P^* = \$850$, dimana jumlah yang diminta sama dengan jumlah yang ditawarkan, disebut sebagai harga keseimbangan atau harga *market clearing*. Demikian juga pada suku bunga pasar sebesar $i^* = 17,6\%$ yang menghubungkan harga ini disebut sebagai suku bunga keseimbangan atau suku bunga *market clearing*. Menurut Mishkin (2010), sifat dalam analisis permintaan

dan penawaran obligasi selalu dalam satuan *stocks* (posisi) dari aset, bukan dalam satuan *flows* (nilai yang terjadi pada periode tersebut saja). Pendekatan pasar aset (*asset market approach*) yang tujuannya untuk memahami perilaku pasar keuangan, lebih menekankan posisi aset daripada nilai aset sehingga merupakan metodologi yang paling sering digunakan oleh para ekonomo daripada metode *flows* yang bisa menjebak, khususnya ketika faktor inflasi diikutsertakan dalam analisis.

Konsep keseimbangan pasar obligasi merupakan hal yang sangat penting dimana terdapatnya kecenderungan pasar menuju keseimbangan tersebut. Ketika harga obligasi berada diatas harga keseimbangan, misalnya di harga \$950, jumlah obligasi yang ditawarkan pada titik I lebih besar daripada jumlah yang diminta pada titik A. Pada situasi seperti ini, dimana jumlah obligasi yang ditawarkan melebihi jumlah obligasi yang diminta disebut sebagai “kelebihan penawaran (*excess supply*)”. Oleh karena orang ingin menjual obligasi lebih banyak daripada ingin membelinya, maka harga obligasi akan turun sehingga hal ini yang menyebabkan terdapat tanda panah ke bawah pada harga obligasi \$950. Selama harga obligasi masih di atas harga keseimbangan, kelebihan penawaran masih akan terjadi, dan harga akan turun. Turunya harga obligasi ini akan berhenti hanya ketika harga mencapai harga keseimbangan sebesar \$850, dimana kelebihan penawaran dari obligasi telah dihilangkan.

Sebaliknya, ketika harga obligasi rendah, misalnya pada harga \$750, jumlah yang diminta sebesar titik E, lebih besar daripada yang ditawarkan di titik F, yang selanjutnya disebut sebagai kondisi “kelebihan permintaan (*excess demand*)”. Kondisi tersebut menyebabkan orang ingin membeli obligasi lebih banyak daripada yang ditawarkan atau yang bersedia dijual, sehingga harga obligasi akan naik. Hal tersebut sebagaimana pada gambar di atas yang menyebabkan arah panah naik ke atas pada harga obligasi \$750. Kelebihan permintaan untuk

obligasi dihilangkan oleh kenaikan harga menuju harga keseimbangan sebesar %850, sehingga ada tendensi terjadinya kenaikan harga.

2. Faktor-Faktor Pergeseran Kurva Permintaan Obligasi

Di dalam teori permintaan aset terdapat beberapa penyebab yang mengakibatkan pergeseran pada kurva permintaan untuk obligasi. Hal tersebut sebagaimana dapat dijelaskan sebagai berikut ini (Mishkin, 2010):

- a. Faktor Kekayaan, yakni pada saat ekspansi siklus usaha dengan peningkatan kekayaan, permintaan untuk obligasi naik dan kurva permintaan untuk obligasi bergeser ke kanan. Sebaliknya, ketika perekonomian dalam kondisi resesi, maka pendapatan dan kekayaan turun, permintaan untuk obligasi juga turun, dan kurva permintaan bergeser ke kiri. Sebagaimana menurut Mankiw, dkk. (2014) bahwa dalam teori Keynes, yakni Y (pendapatan) = C (konsumsi) + S (tabungan). Besarnya kecilnya tingkat tabungan (C) dipengaruhi oleh tingkat pendapatan. Apabila pendapatan masyarakat semakin tinggi, maka kemampuan untuk menabung semakin tinggi sehingga dengan asumsi bahwa I (investasi) = S (tabungan), maka semakin besar tabungan menyebabkan semakin besarnya tingkat investasi. Sebagaimana menurut Mishkin (2010), ketika kekayaan semakin meningkat, maka permintaan investasi dalam arti permintaan untuk obligasi meningkat sehingga menggeser kurva permintaan obligasi ke kanan dan sebaliknya.
- b. Faktor Perkiraan Imbal Hasil Obligasi, yakni semakin tinggi perkiraan suku bunga di masa depan, maka semakin rendah perkiraan imbal hasil atas obligasi jangka panjang (di atas 1 tahun), menurunkan permintaan, dan menggeser kurva permintaan ke kiri. Sebaliknya, semakin rendah perkiraan suku bunga di masa depan, maka semakin tinggi perkiraan

- imbal hasil obligasi jangka panjang, sehingga permintaan obligasi bertambah dan kurva permintaan akan bergeser ke kanan.
- c. Faktor Perkiraan Imbal Hasil Aset Lain, yakni ketika aset lain (misalnya saham) memiliki perkiraan keuntungan modal (*capital gain*) semakin tinggi (dengan asumsi perkiraan imbal hasil obligasi tetap), maka perkiraan imbal hasil obligasi hari ini relatif terhadap saham akan turun, sehingga menurunkan permintaan terhadap obligasi, dan menggeser kurva permintaan ke kiri, dan sebaliknya.
- d. Faktor Perkiraan Inflasi, yakni peningkatan pada perkiraan inflasi akan menurunkan perkiraan imbal hasil obligasi yang menyebabkan permintaannya menurun, dan kurva permintaan bergeser ke kiri. Hal ini sebagaimana teori *fisher effect* dimana disebabkan oleh kenaikan perkiraan inflasi (ekspektasi inflasi) akan menurunkan suku bunga riil obligasi, sehingga menurunkan perkiraan imbal hasil obligasi dan menurunkan permintaan obligasi.
- e. Faktor Risiko, yakni ketika harga pada pasar obligasi lebih berfluktuasi, maka risiko yang terkait dengan obligasi akan meningkat, dan obligasi menjadi kurang menarik. Dengan demikian, peningkatan risiko obligasi akan menyebabkan permintaan obligasi turun dan kurva permintaan bergeser ke kiri. Sebaliknya, peningkatan volatilitas harga pada aset lainnya, seperti pasar saham, akan membuat obligasi lebih menarik. Dengan demikian, kenaikan tingkat risiko dari aset alternatif akan menyebabkan permintaan obligasi meningkat dan kurva permintaan bergeser ke kanan.
- f. Faktor Likuiditas, yakni peningkatan likuiditas obligasi menghasilkan peningkatan permintaan obligasi, dan kurva permintaan obligasi bergeser ke kanan. Sebaliknya, semakin tinggi tingkat likuiditas aset selain obligasi

akan menurunkan permintaan obligasi dan menggeser kurva permintaan ke kiri. Sebagaimana menurut Hariyanto (2016), tingkat likuiditas berkaitan dengan sifat aktif perdagangan obligasi dimana semakin aktif obligasi diperdagangkan, maka harga obligasi akan meningkat karena meningkatnya permintaan.

3. Faktor-Faktor Pergeseran Kurva Penawaran Obligasi

Faktor-faktor penentu yang dapat menyebabkan pergeseran kurva penawaran obligasi adalah sebagai berikut ini (Mishkin, 2010):

- a. Perkiraan Keuntungan dan Peluang Investasi, yakni dalam siklus usaha yang ekspansif, penawaran obligasi meningkat, dan kurva penawaran bergeser ke kanan. Sebaliknya dalam resesi, ketika peluang investasi yang diharapkan turun, maka penawaran obligasi turun, dan kurva penawaran obligasi bergeser ke kiri.
- b. Perkiraan Inflasi, yakni peningkatan perkiraan inflasi menyebabkan obligasi yang ditawarkan meningkat dan kurva penawaran bergeser ke kanan. Sebagaimana teori *fisher effect* bahwa biaya peminjaman riil lebih akurat diukur dengan suku bunga riil (suku bunga nominal (i) dikurangi dengan ekspektasi laju inflasi (π^e)). Pada tingkat bunga (termasuk harga) tertentu ketika ekspektasi inflasi meningkat, maka biaya peminjaman turun, sehingga jumlah penawaran obligasi meningkat pada setiap harga obligasi tertentu.
- c. Anggaran Pemerintah, yakni semakin besar defisit anggaran pemerintah, maka semakin besar penawaran obligasi, dan kurva obligasi bergeser ke kanan. Sebaliknya, ketika terjadinya surplus anggaran, penawaran obligasi turun dan menggeser kurva penawaran ke kiri. Aktivitas pemerintah sejatinya dapat memengaruhi penawaran obligasi, misalnya ketika membiayai defisit anggaran. Ketika defisit membengkak,

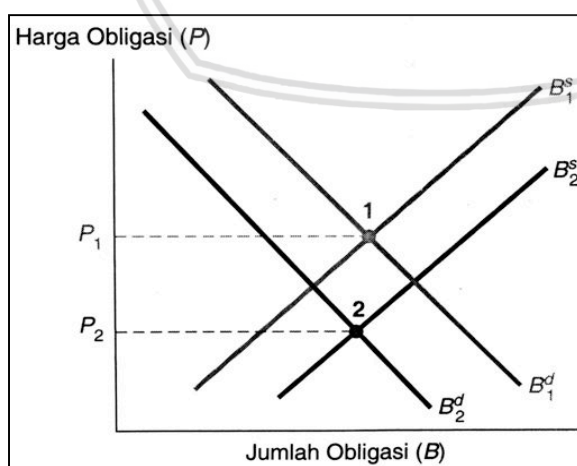
pemerintah akan menjual lebih banyak obligasi sehingga jumlah di setiap harganya meningkat.

4. Pergeseran Permintaan dan Penawaran Menuju Keseimbangan

- a. Perubahan Suku Bunga sebagai Dampak Perkiraan Inflasi (Teori *Fisher Effect*)

Sebagaimana pada Gambar 2.5 di bawah ini, ketika ekspektasi inflasi meningkat, maka menyebabkan suku bunga riil (pendapatan yang akan diperoleh), sehingga permintaan obligasi bergeser ke kiri dari B_1^d ke B_2^d . Sedangkan pada sisi penawaran obligasi, semakin tinggi ekspektasi inflasi, maka biaya peminjaman semakin turun, sehingga kurva penawaran bergeser ke kanan dari B_1^s ke B_2^s . Ketika kurva permintaan dan penawaran bergeser sebagai respons terhadap perubahan kenaikan ekspektasi inflasi, keseimbangan bergerak dari titik 1 ke titik 2, sehingga harga obligasi keseimbangan turun P_1 ke P_2 , dan karena hubungan antara harga dan suku bunga adalah negatif, maka suku bunga meningkat.

Gambar 2.5: Respons Harga terhadap Perubahan Ekspektasi Inflasi

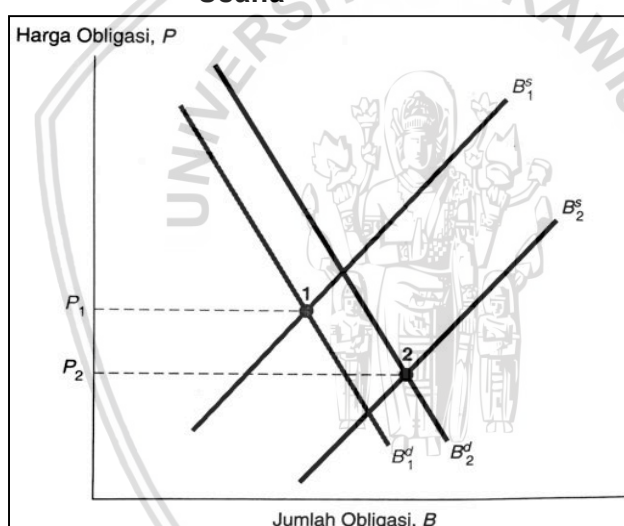


Sumber: Mishkin, 2010

b. Perubahan Suku Bunga sebagai Akibat Ekspansi Siklus Usaha

Dalam siklus usaha yang ekspansif ketika pendapatan dan kekayaan meningkat, kurva permintaan bergeser ke kanan dari B^d_1 ke B^d_2 dan kurva penawaran bergeser ke kanan dari B^s_1 ke B^s_2 . Apabila kurva penawaran bergeser ke kanan lebih besar daripada pergeseran kurva permintaan, maka harga obligasi keseimbangan bergerak turun dari P_1 ke P_2 dan suku bunga keseimbangan meningkat. Hal tersebut sebagaimana disajikan pada gambar berikut ini.

Gambar 2.6: Respons Harga terhadap Perubahan Ekspansi Siklus Usaha



Sumber: Mishkin, 2010

2.2.3 Struktur Risiko dan Jangka Waktu Suku Bunga Obligasi

1. Struktur Risiko Suku Bunga Obligasi

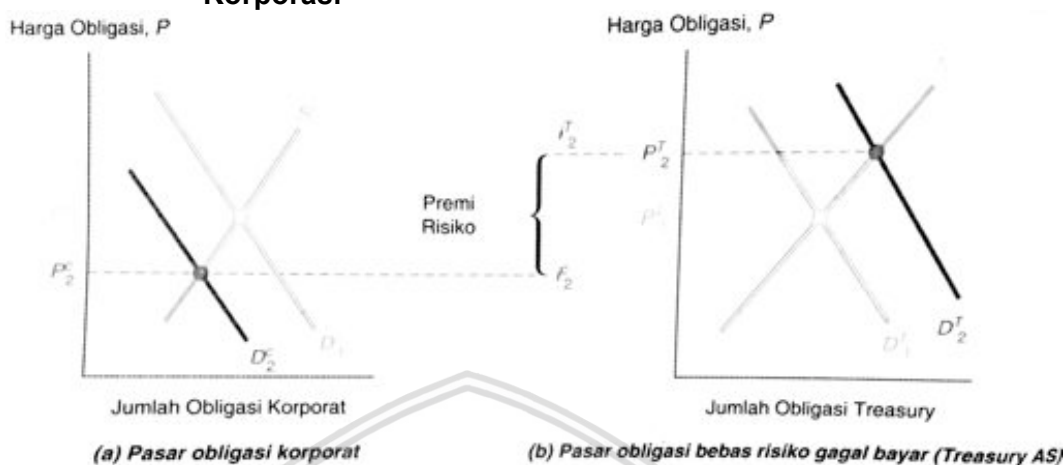
Teori struktur risiko suku bunga (*risk structure of interest rate*) menjelaskan bahwa mengapa ketika obligasi yang berbeda dengan jatuh tempo yang sama memiliki suku bunga yang berbeda. Berikut ini merupakan jenis-jenis risiko dalam pembiayaan dan investasi obligasi:

a. Risiko Gagal Bayar (*Default Risk*)

Risiko gagal bayar adalah ketidakmampuan penerbit obligasi (*issuer*) membayar kembali utang pokok (*principal*) dan bunganya pada saat jatuh tempo. Risiko gagal bayar dipengaruhi oleh volatilitas arus kas (*cash flow*) yang dihasilkan. Semakin stabil *cash flow* yang dihasilkan, semakin kecil risiko gagal bayar karena manajer perusahaan dapat mengatur pembayaran utangnya dengan tepat. Dengan demikian, perusahaan yang beroperasi dalam perekonomian yang stabil mempunyai risiko gagal bayar yang kecil dibandingkan dengan perusahaan yang beroperasi dalam kondisi perekonomian yang bergejolak dan siklikal.

Berbeda dengan obligasi korporasi, obligasi yang diterbitkan pemerintah dapat disebut sebagai obligasi bebas risiko gagal bayar (*default-free bonds*). Hal ini dikarenakan pemerintah dapat meningkatkan sumber pendapatan, misalnya melalui pajak, retribusi, hasil pengelolaan aset, dan hasil investasi pada BUMN untuk membayar kewajiban-kewajibannya. Selisih (*spread*) antara suku bunga pada obligasi yang berisiko gagal bayar dengan suku bunga pada obligasi bebas risiko gagal bayar dimana ketika keduanya memiliki waktu jatuh tempo yang sama, disebut sebagai premi risiko (*risk premium*), yang menunjukkan seberapa banyak tambahan suku bunga yang harus diperoleh seseorang agar bersedia memiliki obligasi berisiko. Perubahan permintaan terhadap membeli obligasi korporasi atau membeli obligasi pemerintah dapat disajikan pada gambar berikut ini.

Gambar 2.7: Respons terhadap Risiko Gagal Bayar pada Obligasi Korporasi



Sumber: Mishkin, 2010.

Berdasarkan pada gambar di atas menunjukkan bahwa pada awalnya diasumsikan bahwa obligasi korporasi mula-mula beresiko gagal bayar yang sama dengan obligasi pemerintah, sehingga kedua obligasi ini memiliki atribut-atribut yang sama seperti risiko dan jatuh tempo yang sama dimana harga keseimbangan dan suku bunga pada awalnya akan sama ($P_1^C = P_1^T$ dan $C_1^C = C_1^T$), dan premi risiko obligasi korporasi ($C_1^C - C_1^T$) adalah nol. Ketika kemungkinan gagal bayar korporasi meningkat, maka perkiraan imbal hasil juga menurun dan tidak pasti. Berdasarkan teori permintaan aset bahwa karena perkiraan imbal hasil atas obligasi perusahaan turun relatif terhadap perkiraan imbal hasil atas obligasi pemerintah yang bebas risiko gagal bayar, sementara risiko relatifnya meningkat, maka obligasi perusahaan menjadi kurang diminati (*ceteris paribus*) dan permintaan obligasi korporasi akan menurun dari D_1^T ke D_2^T dan harga keseimbangannya menurun dari P_1^C ke P_2^C , serta suku bunga keseimbangan naik ke i_2^C .

Sejalan dengan itu, pada pasar obligasi pemerintah harga obligasi keseimbangan naik dari P_1^T ke P_2^T , dan suku bunga keseimbangan turun ke

i_2^T . Tanda kurung menunjukkan selisih antara i_1^C dan i_2^T , yang disebut sebagai premi risiko obligasi korporasi. Dengan demikian, obligasi dengan risiko gagal bayar akan selalu memiliki premi risiko positif, dan kenaikan risiko gagal bayarnya akan meningkatkan premi risiko.

b. Risiko Likuiditas

Aset yang likuid adalah aset yang dapat dengan cepat dikonversikan ke dalam bentuk tunai ketika dibutuhkan. Semakin likuid suatu aset, semakin aset tersebut diminati (dengan asumsi faktor lainya konstan). Sukuk negara merupakan obligasi syariah yang lebih likuid dibandingkan dengan sukuk korporasi karena aktif diperdagangkan dan paling banyak dapat dijual secara cepat dengan biaya penjualan yang murah. Sedangkan sukuk korporasi cenderung tidak likuid karena lebih sedikit diperdagangkan di pasar sekunder, sehingga biaya penjualan dapat menjadi mahal ketika penjual obligasi kesulitan menemukan pembeli.

Hubungan antara likuiditas dengan perubahan suku bunga adalah sebagaimana pada Gambar 2.7 di atas, dengan asumsi bahwa kedua jenis obligasi memiliki atribut yang sama, yakni apabila obligasi korporasi kurang likuid daripada obligasi negara, maka sesuai dengan teori permintaan aset, akan menurunkan tingkat permintaan dan menggeser kurva permintaan dari D_1^C ke D_2^C . Hal ini menyebabkan obligasi negara menjadi lebih relatif likuid daripada obligasi korporasi sehingga kurva permintaanya bergeser ke kanan dari D_1^T ke D_2^T . Dengan demikian, obligasi korporasi menjadi memiliki harga yang menurun dan tingkat suku bunganya meningkat, sementara harga obligasi negara yang lebih likuid meningkat dan suku bunganya menurun. Hal ini menyebabkan terdapatnya selisih suku bunga yang meningkat, yang disebut sebagai premi risiko dan likuiditas.

c. Pertimbangan Pajak Penghasilan

Ketika obligasi korporasi diberikan status bebas pajak, maka permintaan untuk obligasi korporasi bergeser ke kanan dan permintaan untuk obligasi negara bergeser ke kiri. Harga keseimbangan obligasi korporasi meningkat sehingga suku bunganya menurun. Sedangkan, harga keseimbangan obligasi negara menurun dan suku bunganya meningkat. Sehingga obligasi korporasi memiliki suku bunga yang lebih rendah daripada obligasi negara. Sesuai dengan teori permintaan aset, bahwa ketika obligasi korporasi dikenai pemotongan pajak yang lebih sedikit, maka perkiraan imbal hasil di masa mendatang semakin meningkat, sehingga meningkatkan permintaan investasi di obligasi korporasi daripada obligasi negara.

2. Struktur Jangka Waktu Obligasi

Teori tingkat bunga berkaitan dengan penentuan *yield to maturity* (YTM) atau harga obligasi. Hubungan antara jangka waktu tempo (*maturity*) terhadap YTM obligasi. Hubungan antara jangka waktu jatuh tempo dan YTM disebut sebagai *term structure*, dimana hal tersebut akan menerangkan mengenai mengapa obligasi dengan jatuh tempo yang berbeda memiliki YTM yang berbeda pula (Zubir, 2012). Pada pembahasan mengenai teori *term structure*, terdapat dua kondisi yang dapat terjadi, yakni 1) YTM menurun sejalan dengan meningkatnya waktu jatuh tempo; 2) YTM menaik sejalan dengan *meningkatnya time to maturity*. Teori tersebut berkaitan dengan observasi perbedaan bentuk *yield curve* tersebut. Terdapat empat teori yang melatarbelakangi perbedaan hasil (*yield*) obligasi tersebut, sebagaimana dapat diuraikan berikut ini (Mishkin, 2010 dan Zubir, 2012):

a. *Pure Expectation Theory* (Teori Ekspektasi Murni)

Menurut teori ini, tingkat bunga di masa yang akan datang mencerminkan harapan pelaku pasar terhadap tingkat bunga di masa yang akan datang. Apabila tingkat bunga meningkat, berarti pelaku pasar keseluruhan mengharap bahwa dalam jangka pendek tingkat bunga akan naik, dan sebaliknya. Kenaikan perkiraan tingkat suku bunga (imbal hasil) akan menurunkan permintaan terhadap obligasi jangka panjang (lebih dari 1 tahun) dan meningkatkan permintaan terhadap obligasi jangka pendek, dan sebaliknya. Kelemahan teori ini adalah mengabaikan risiko yang terkandung dalam investasi obligasi bahwa perubahan tingkat suku bunga di masa mendatang tidak dapat diprediksi dengan pasti, sehingga harga obligasi di masa mendatang juga tidak dapat diprediksi dengan pasti.

Terdapat risiko yang melekat pada teori ekspektasi murni, yakni *price risk* (risiko harga) dan *reinvestment risk* (risiko penginvestasian kembali) (Zubir, 2012). Sebagaimana menurut Mishkin (2010), kedua teori ini pada dasarnya bertujuan untuk mengetahui bahwa suku bunga obligasi jangka panjang akan sama dengan rata-rata suku bunga jangka pendek yang diharapkan (ekspektasi imbal hasil) masyarakat akan terjadi selama jangka waktu obligasi jangka panjang.

b. *Liquidity Premium Theory* (Teori Premi Likuiditas)

Teori ini menyatakan bahwa investor akan memegang investasi jangka panjang apabila *return* atas investasi tersebut lebih besar daripada *return* rata-rata. Untuk itu, investor diberikan suatu premium (*liquidity premium*) atas risiko yang ditanggungnya. Teori ini menjelaskan bahwa semakin panjang jangka waktu jatuh tempo obligasi, maka semakin besar *premium* (keuntungan tanpa risiko) yang diminta oleh investor. Pendapat dalam teori ini bahwa jika tidak ada perubahan terhadap ekspektasi tingkat bunga (*spot*

rate) satu periode, artinya tingkat bunga tetap setiap periode, maka adanya *liquidity premium* akan menghasilkan *yield curve* dengan slop positif.

c. *Preferred Habitat Theory* (Teori Habitat Preferen)

Teori ini hampir sama dengan teori *liquidity premium* dimana mengasumsikan bahwa *liquidity premium* naik dengan *rate* yang tidak konstan (dapat positif atau negatif). Investor jangka pendek akan mengambil investasi jangka panjang apabila diberikan premium yang sesuai dengan kondisi yang dihadapinya. Jika ada *extra return* yang cukup besar dari suatu aset, maka investor akan memperbaiki portofolionya dengan mengambil lebih banyak aset yang memberikan *return* yang lebih besar.

d. *Segmented Market Theory* (Teori Segmentasi Pasar)

Teori ini menjelaskan bahwa investor memiliki preferensi investasi yang ditentukan oleh bentuk kewajiban yang harus dipenuhinya. Jika investor memiliki kewajiban jangka pendek yang harus dipenuhi, maka obligasi yang dipilih juga berjangka waktu pendek pula dan sebaliknya. Berbeda dengan teori habitat preferen, pada teori ini mengasumsikan bahwa tidak ada investor yang bersedia pindah dari investasi jangka pendek ke jangka panjang atau sebaliknya karena adanya ekspektasi perubahan tingkat suku bunga. Investor tidak sensitif terhadap perbedaan *yield* satu obligasi dan obligasi lainnya karena mereka akan memilih obligasi yang memiliki jangka waktu jatuh tempo tertentu yang disesuaikan dengan jatuh tempo kewajibannya.

2.3 Konsep Sukuk (Obligasi Syariah)

Menurut Abdelghani (2016), prinsip-prinsip dasar yang dijadikan panduan dalam berbagai aktivitas transaksi syariah yaitu larangan atas penerapan bunga (*riba/usury*), aktivitas ekonomi yang mengandung unsur judi/spekulasi (*maysir*),

ketidakpastian/penipuan (*gharar*), serta produksi barang dan jasa yang bertentangan dengan syariah Islam (*bathil*). Salah satu transaksi syariah dalam instrumen keuangan syariah yang tumbuh pesat adalah sukuk. Menurut Kementerian Keuangan (2012), instrumen ini menjadi jembatan penghubung (*intermediary*) antara pemilik modal dengan pengguna modal. Pemilik modal menjadikan sukuk sebagai sarana investasi sedangkan pengguna modal menjadikan sukuk sebagai sarana untuk memperoleh pembiayaan. Keduanya selanjutnya mengadakan perikatan untuk melaksanakan suatu jenis transaksi yang menghasilkan barang atau jasa tertentu. Perikatan antara kedua belah pihak tersebut di dalam fikih muamalah disebut sebagai akad (*'aqd* yang berarti mengikat, menyambung, dan menghubungkan atau dalam bahasa Indonesia disebut perjanjian).

Sukuk adalah istilah yang berasal dari bahasa Arab, yaitu dari kata '*Sakk*' dengan bentuk jamaknya (*plural*) adalah '*Sukuk*' yang berarti dokumen atau sertifikat. Pada abad pertengahan, sukuk lazim digunakan oleh para pedagang muslim sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang pbligasi syariah baik berupa bagi hasil, margin atau fee serta membayar dana pbligasi pada saat jatuh tempo. Menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institution* (AAOFI, 2008 dalam Nila, 2011):

"Sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity."

Adapun menurut Islamic Financial Services Board (IFSB, 2009) definisi sukuk adalah:

“Certificates with each sakk representing a proportional undivided ownership right in tangible assets, or pool of predominantly tangible assets, or a business venture (such a mudharabah).”

Dari definisi diatas, sukuk dapat diartikan sebagai sertifikat dengan nilai yang sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya terhadap asset yang *tangible*, manfaat dan jasa, kepemilikan asset atas suatu proyek, atau kepemilikan dalam aktivitas bisnis atau investasi khusus. Berdasarkan Peraturan Nomor IX.A.13 tahun 2009 mengenai penerbitan efek syariah, sukuk adalah Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu’/undivided share*) atas:

1. Aset berwujud tertentu (*a’yan maujudat*)
2. Nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul a’yan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
3. Jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada;
4. Aset proyek tertentu (*maujudat masyru’ mu’ayyan*); dan/atau
5. Kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath ististmarin khashah*).

Dari sisi landasan hukum kebolehan transaksi sukuk, menurut Al-Shodiq (dalam Sutedi, 2009), landasan hukum yang menjadi pegangan DSN dalam menetapkan bolehnya obligasi syariah adalah :

1. Al-Quran: (1) QS. Al-Maidah: 1, (2) QS. Al-Isra': 34, dan (3) QS. Al-Baqarah: 275.
2. Hadist Riwayat Tirmidzi: *“Perdamaian dapat dilakukan di antara kaum Muslimin kecuali perdamaian yang mengharamkan yang halal atau*

menghalalkan yang haram; dan kaum Muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram". Hadis Ibnu Majah: *"Tidak boleh membahayakan diri sendiri dari diri orang lain"*.

3. Kaidah Fiqih: *"Pada dasarnya semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya"*, *"Kesulitan dapat menarik kemudahan"*, dan *"Sesuatu yang berlaku berdasarkan adat kebiasaan sama dengan sesuatu yang berlaku berdasarkan syara' (selama tidak bertentangan dengan syariah)"*.

Dengan demikian, maka keberadaan obligasi syariah dalam sistem perekonomian syariah menjadi boleh adanya dengan pertimbangan (Sutedi, 2009):

1. Salah satu bentuk instrumen investasi pada pasar modal (konvensional) adalah obligasi yang selama ini didefinisikan sebagai suatu surat berharga jangka panjang yang bersifat hutang yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi dengan kewajiban membayar bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok pada saat jatuh tempo kepada pemegang obligasi.
2. Obligasi sebagaimana pengertian di atas, yang telah diterbitkan selama ini, belum sesuai dengan ketentuan syariah sehingga belum dapat mengakomodir kebutuhan masyarakat akan obligasi yang sesuai dengan syariah.
3. Agar obligasi dapat diterbitkan sesuai dengan prinsip syariah, Dewan Syariah Nasional memandang perlu menetapkan fatwa mengenai hal tersebut untuk dijadikan pedoman.

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara adalah Surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti

atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Dasar hukum penerbitan SBSN adalah Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, yang disahkan pada tanggal 7 Mei 2008, yang mengatur tentang Sukuk yang diterbitkan oleh Pemerintah Pusat. Peraturan lainnya yang mendukung pelaksanaan penerbitan SBSN diatur dalam Peraturan Pemerintah (PP) dan Peraturan Menteri Keuangan (PMK). Berdasarkan Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, pemerintah pusat memiliki kewenangan untuk menerbitkan SBSN dan dilaksanakan oleh Menteri Keuangan (Wibowo dan Sugiyarto, 2012).

Dalam pelaksanaannya, pelaksanaan sukuk sekurang-kurangnya melibatkan tiga pihak, yaitu pemilik aset, special purpose vehicle (SPV), dan investor. Masing-masing pihak memiliki tugas dan tanggung jawab masing-masing. (Afif, 2014). Secara umum, sifat sukuk memiliki karakteristik yang sama dengan semua instrumen pasar lain yang berorientasi aset keuangan konvensional, sebagaimana dapat ditunjukkan pada tabel berikut ini (Vishwanath dan Azmi, 2009):

Tabel 2.2: **Karakteristik Sukuk**

Kriteria	Keterangan
Dapat diperdagangkan	Sukuk mewakili pihak pemilik aktual dari aset yang jelas, manfaat aset atau kegiatan bisnis dan juga dapat diperdagangkan pada harga pasar.
Dapat diperingkat	Sukuk dapat diperingkat dengan mudah oleh Agen Pemeringkat Regional dan Internasional.
Dapat ditambah	Sebagai tambahan terhadap aset utama atau kegiatan bisnis, sukuk dapat dijamin dengan bentuk kolateral berlandaskan syariah lainnya.
Fleksibilitas	Sukuk dapat distruktur dan ditawarkan secara nasional dan

	global dengan pajak yang berbeda.
Dapat ditebus	Struktur sukuk diperbolehkan untuk kemungkinan penebusan.

Sumber: Vishwanath dan Azmi, 2009.

Namun secara prinsipnya, sukuk tidak dapat disamakan dengan surat obligasi atau produk-produk pasar modal konvensional lainnya. Menurut Burhanuddin (dalam Afif, 2014), instrumen pasar modal selain diwujudkan dalam bentuk saham, juga dapat diwujudkan dalam bentuk obligasi. Pengertian obligasi di pasar modal syariah tidak identik dengan surat pengakuan hutang sebagaimana dikenal dalam pasar modal konvensional. Berikut beberapa perbedaan mendasar antara sukuk dengan produk-produk lainnya (Afif, 2014):

Tabel 2.3.: Perbandingan Sukuk dengan Instrumen Investasi Lainnya

Jenis Instrumen Keuangan	Instrumen Lainnya	Sukuk
Surat Obligasi	Obligasi murni mewakili utang pada penerbit	Sukuk mewakili pihak yang memiliki asset yang berwujud
Saham	Saham mewakili pihak yang memiliki seluruh perusahaan	Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan sepenuhnya pada asset, jasa, dan kegiatan tertentu yang berhubungan dengan perusahaan
Derivatif	Derivatif mewakili turunan berganda dari kontrak yang berbeda yang dibuat dari kontrak dasar sama	Sukuk berhubungan hanya dengan satu kontrak dan memelihara kesinambungan asset sepanjang waktu
Sekuritisasi	Sekuritisasi secara umum berhubungan dengan mengubah pinjaman dan tagihan dalam berbagai jenis menjadi sekuritas yang dapat dipasarkan dengan mengemas	Sukuk adalah sertifikat yang bernilai sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya dari asset yang tangible, manfaat asset dan jasa

	pinjaman menjadi satu kesatuan, kemudian menjual saham kepemilikan	
--	--	--

Sumber: Afif, 2014.

Secara lebih khusus, terdapat pula perbedaan mendasar antara SBSN (Surat Berharga Syariah Negara) dan SUN (Surat Utang Negara), dimana dapat disajikan pada tabel berikut ini (Kementrian Keuangan, 2012).

Tabel 2.4: **Perbedaan SBSN dan SUN**

Kategori	SBSN/Sukuk Negara	Surat Utang Negara
Prinsip Dasar	Surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti kepemilikan/ penyertaan terhadap aset SBSN	Surat berharga yang merupakan surat pengakuan utang tanpa syarat dari penerbit
<i>Underlying Aset</i>	Memerlukan <i>underlying asset</i> sebagai dasar penerbitan	Umumnya tidak ada
Fatwa/Opini Syariah	Memerlukan Fatwa/Opini Syariah untuk menjamin kesesuaian sukuk dengan prinsip syariah	Tidak ada
Penggunaan Dana	Sumber pembiayaan APBN, termasuk Pembiayaan proyek pemerintah	Sumber pembiayaan APBN
<i>Return</i>	Imbalan, bagi hasil, margin, <i>capital gain</i>	Bunga, <i>capital gain</i>
Dasar Hukum	Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara	Undang-Undang Nomor 24 tahun 2001 tentang Surat Utang Negara

Sumber: Kementrian Keuangan, 2012.

Dalam mekanisme penerbitan SBSN atau Sukuk Negara, memerlukan persetujuan Dewan Perwakilan Rakyat (DPR), karena SBSN merupakan bagian

dari Surat Berharga Negara yang bertujuan untuk memenuhi pembiayaan APBN. Melalui pengesahan APBN, DPR memberikan persetujuan atas SBSN sebagai bagian dari nilai bersih maksimal Surat Berharga Negara yang akan diterbitkan oleh pemerintah dalam satu tahun anggaran. Jenis perikatan (akad) yang digunakan dalam sukuk sangat dipengaruhi oleh jenis barang atau jasa yang ditransaksikan. Barang atau jasa yang dijadikan sebagai obyek transaksi tersebut selanjutnya disebut sebagai *underlying asset*. Berdasarkan Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008, jenis akad SBSN yang diterbitkan dapat berupa:

1. SBSN *Ijarah*. Diterbitkan berdasarkan akad *ijarah* yaitu akad yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati.
2. SBSN *Mudharabah*. Diterbitkan berdasarkan akad *mudharabah* yaitu akad kerjasama antara dua pihak atau lebih, yaitu satu pihak sebagai penyedia modal dan pihak lain sebagai penyedia tenaga dan keahlian, keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan nisbah yang telah disetujui sebelumnya, sedangkan kerugian yang terjadi akan ditanggung sepenuhnya oleh penyedia modal, kecuali kerugian disebabkan oleh pihak penyedia tenaga dan keahlian.
3. SBSN *Musyarakah*. Diterbitkan berdasarkan akad *musyarakah* yaitu akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal, baik dalam bentuk uang maupun bentuk lainnya, dengan tujuan memperoleh keuntungan, yang akan dibagikan sesuai dengan nisbah yang telah disepakati sebelumnya, sedangkan kerugian yang timbul akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.
4. SBSN *Istishna'*. Diterbitkan berdasarkan akad *istishna'* yaitu akad jual beli aset berupa objek pembiayaan antara para pihak dimana spesifikasi, cara

- dan jangka waktu penyerahan, serta harga aset tersebut ditentukan berdasarkan kesepakatan para pihak.
5. SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad lainnya sepanjang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.
 6. SBSN yang diterbitkan berdasarkan kombinasi dari dua atau lebih akad.

Berdasarkan pada pernyataan DSN MUI diatas, meskipun terdapat variasi jenis sukuk yang bisa dilaksanakan, namun di Indonesia pangsa pasar sukuk hanya menggunakan dua akad saja, yakni mudharabah dan ijarah sebagai basis utama model investasinya (Yunita, 2015).

Menurut Kementerian Keuangan (2016), terdapat beragam bentuk sukuk atau seri sukuk negara/SBSN yang sudah diterbitkan. Pengembangan seri SBSN tersebut dilakukan pemerintah dengan tujuan untuk mengembangkan pasar SBSN dengan menciptakan seri-seri SBSN sesuai dengan preferensi investor dan pengelolaan portofolio SBSN. Adapun perbandingan seri-seri SBSN berikut jenis investor, *tenor*, *tradability*, serta pemanfaatan dana hasil penerbitan (*proceeds*), tercantum secara lengkap sebagaimana terdapat dalam Tabel 2.5 dan tabel dibawah ini.

Tabel 2.5: **Perbandingan Seri-Seri SBSN (1)**

Seri SBSN	Jenis Investor	Tenor	Trade-ability
<i>Ijarah Fixed Rate</i> (IFR)	Korporasi	Menengah s.d. Panjang (3-15 tahun)	<i>Tradeable</i>
Sukuk Negara Ritel (SR)	Individu	Menengah (3-4 tahun)	<i>Tradeable</i>
Sukuk Negara Indonesia (SNI) atau Sukuk Global	Korporasi Internasional	Menengah s.d. Panjang (3-15 tahun)	<i>Tradeable</i>
Sukuk Dana Haji	Kementerian Agama	Menengah	<i>Non-tradeable</i>

Indonesia (SDHI)		(3-5 tahun)	
Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPN-S)	Korporasi	Pendek (s.d 1 tahun)	
<i>Project Based Sukuk</i> (PBS)	Korporasi	Menengah s.d. Panjang (3-15 tahun)	<i>Tradeable</i>
SPNS- <i>Non Tradeable</i> (NT)	Korporasi	Pendek (s.d. 1 tahun)	<i>Non-Tradeable</i>
Sukuk Tabungan	Individu WNI	Menengah (2 tahun)	<i>Non-Tradeable, Fasilitas Early Redemption.</i>

Sumber: Kementerian Keuangan, 2018 (Data Diolah)

Tabel 2.6: **Perbandingan Seri-Seri SBSN (2)**

Seri SBSN	Struktur Akad	Jenis Underlying Asset	Pemanfaatan Proceeds
<i>Ijarah Fixed Rate</i> (IFR)	<i>Ijarah Sale and Lease Back</i>	BMN (Barang Milik Negara)	Pembiayaan defisit APBN
Sukuk Negara Ritel (SR)	<i>Ijarah Sale and Lease Back</i> dan <i>Ijarah Asset to be Leased</i>	BMN dan proyek pemerintah	Pembiayaan defisit APBN dan pembiayaan pembangunan proyek pemerintah
Sukuk Negara Indonesia (SNI) atau Sukuk Global	<i>Ijarah Sale and Lease Back</i> , <i>Ijarah Asset to be Leased</i> , dan Wakalah	BMN dan proyek pemerintah	Pembiayaan defisit APBN
Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI)	<i>Ijarah al-Khadamat</i>	Jasa Layanan Haji	Pembiayaan defisit APBN
Surat Perbendaharaan Negara Syariah	<i>Ijarah Sale and Lease Back</i>	BMN	Pembiayaan defisit APBN

(SPN-S)			
<i>Project Based</i> Sukuk (PBS)	<i>Ijarah Asset to be Leased</i>	BMN dan proyek pemerintah	Pembiayaan pembangunan proyek pemerintah
SPNS- <i>Non Tradeable</i> (NT)	<i>Ijarah Sale and Lease Back</i>	BMN	Pembiayaan defisit APBN
Sukuk Tabungan	Wakalah	BMN dan proyek pemerintah	Pembiayaan pembangunan proyek pemerintah

Sumber: Kementerian Keuangan, 2018 (Data Diolah)

Hingga pada tahun 2017, pengembangan dan penggunaan akad dalam SBSN masih terdapat jenis dua akad, yakni akad *Ijarah* dan *Wakalah*. Fatwa No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah *Ijarah* menjadi dasar kebolehan transaksi SBSN *ijarah*. Penggunaan akad *ijarah* didasarkan pada peraturan yang tertuang dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) No 72/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara *Ijarah Sale and Lease Back*, No 76/DSN-MUI/VI/2010 tentang Surat Berharga Syariah Negara *Ijarah Asset to be Leased*. Sedangkan, penggunaan akad *wakalah* didasarkan pada peraturan yang tertuang pada DSN-MUI No 95/DSN-MUI/VI/2014 tentang SBSN *wakalah*. Selengkapnya, pada Tabel 2.7 berikut ini merupakan jenis dan definisi penggunaan akad dalam SBSN.

Tabel 2.7: **Penggunaan Akad SBSN hingga Tahun 2017**

No	Jenis Akad	Definisi
1	<i>Ijarah</i>	Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad <i>ijarah</i> dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang

		disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri.
	a. Ijarah <i>Sale and Lease Back</i> (Ijarah Kepemilikan Aset Berwujud yang Disewakan)	Sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset yang disewakan dengan tujuan untuk menjual aset tersebut dan mendapatkan dana dari hasil penjualan sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik aset tersebut.
	b. Ijarah Kepemilikan Manfaat (Asset to be Leased)	Sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset atau pemilik manfaat aset dengan tujuan untuk menyewakan aset/manfaat dari aset dan menerima uang sewa sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik manfaat dari aset.
	c. Ijarah al-Khadamat (Ijarah Kepemilikan Jasa)	Sukuk yang diterbitkan dengan tujuan untuk menyediakan suatu jasa tertentu melalui penyedia jasa (seperti jasa pendidikan pada universitas) dan mendapatkan <i>fee</i> atas penyediaan jasa tersebut sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik jasa.
2	Wakalah	Sukuk yang diterbitkan dengan berdasarkan pelimpahan kekuasaan oleh satu pihak kepada pihak lain dalam hal-hal yang boleh diwakilkan dimana Penerbit SBSN wajib menyatakan bahwa dirinya bertindak sebagai Wali Amanat/wakil dari pemegang SBSN, untuk mengelola dana hasil penerbitan SBSN dalam berbagai kegiatan yang menghasilkan keuntungan.
	a. Wakalah tanpa ujah (Wakalah bi dunil ujah)	Sukuk yang diterbitkan dengan tujuan untuk menggunakan dana tersebut dalam berbagai kegiatan yang menguntungkan, baik berupa kegiatan ijarah (sewa menyewa), tijarah (seperti pengadaan barang dan jasa) dan kegiatan lainnya yang sesuai dengan prinsip syariah.
	b. Wakalah dengan ujah (wakalah bil ujah)	Sukuk yang diterbitkan dengan tujuan untuk menggunakan dana tersebut dalam berbagai kegiatan yang menguntungkan, baik berupa kegiatan ijarah (sewa menyewa), tijarah (seperti pengadaan barang dan jasa) dan kegiatan lainnya yang sesuai

		dengan prinsip syariah dimana penerbit SBSN wajib menyampaikan jumlah, ujang dan waktu penguannya.
--	--	--

Sumber: Dewan Syariah Nasional (DSN) MUI, 2018 (Data Diolah)

Sedangkan, dalam penggunaan akad dalam sukuk korporasi terdapat dua akad yang sudah dikembangkan dan digunakan, yakni akad ijarah yang mengacu pada fatwa DSN MUI No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah dan akad mudharabah yang mengacu pada Nomor 33/DSN MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah Mudharabah yang selengkapnya terdapat dalam Tabel 2.8 berikut ini.

Tabel 2.8: **Penggunaan Akad Sukuk Korporasi hingga Tahun 2017**

No	Jenis Akad	Definisi	Rasio Penggunaan
1	Ijarah	Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri.	Proporsi Jumlah Sukuk <i>Outstanding</i> = 47%
			Proporsi Nilai Sukuk <i>Outstanding</i> = 66%
2	Mudharabah	Sukuk yang diterbitkan berdasar akad mudharabah (bagi hasil). Penerbit sukuk berperan sebagai mudharib (pengelola dana) dan investor berperan sebagai shahibul maal (pemilik dana). Pada sukuk mudharabah ini penentuan	Proporsi Jumlah Sukuk <i>Outstanding</i> = 53%

		nisbah keuntungan ditentukan sesuai kesepakatan sebelum sukuk diterbitkan. Nisbah keuntungan dalam Obligasi Syariah Mudharabah ditentukan sesuai kesepakatan, sebelum emisi (penerbitan) Obligasi Syariah Mudharabah.	Proporsi Nilai Sukuk <i>Outstanding</i> = 47%
--	--	---	---

Sumber: Dewan Syariah Nasional (DSN) MUI dan Otoritas Jasa Keuangan, 2018 (Data Diolah).

2.4 Konsep Indikator Makroekonomi

2.4.1 Konsep Pertumbuhan Ekonomi

Menurut Mankiw (2014), teori pertumbuhan ekonomi menjelaskan mengenai faktor-faktor yang menentukan pertumbuhan ekonomi dan prosesnya dalam jangka panjang, mengenai bagaimana faktor-faktor itu berinteraksi satu dengan yang lainnya, sehingga menimbulkan terjadinya proses pertumbuhan. Secara umum, pertumbuhan ekonomi didefinisikan sebagai peningkatan dalam kemampuan dari suatu perekonomian dalam memproduksi barang dan jasa. Dengan kata lain, pertumbuhan ekonomi lebih menunjuk pada perubahan yang bersifat kuantitatif dan biayanya diukur dengan menggunakan data produk domestik bruto (PDB) atau pendapatan *output* per kapita. Produk Domestik Bruto (PDB) adalah total nilai pasar dari barang-barang akhir dan jasa-jasa yang dihasilkan dalam suatu perekonomian selama kurun waktu tertentu (biasanya satu tahun). Tingkat pertumbuhan ekonomi menunjukkan persentasi kenaikan pendapatan nasional riil pada tahun sebelumnya.

Menurut Huda, dkk. (2008), secara sederhana pendapatan nasional dapat diartikan sebagai jumlah barang dan jasa yang dihasilkan suatu negara pada periode tertentu, biasanya satu tahun. Pendapatan nasional yang merupakan ukuran terhadap aliran uang dan barang dalam perekonomian dapat dihitung dengan tiga pendekatan, yaitu :

1. Pendekatan Produksi (*Gross Domestic Product/GDP*)

Perhitungan pendapatan nasional dengan pendekatan produksi diperoleh dengan menjumlahkan nilai tambah bruto (*gross value added*) dari semua sektor produksi. Penggunaan konsep nilai tambah dilakukan guna menghindari terjadinya perhitungan ganda.

2. Pendekatan Pengeluaran (*Gross National Product/GNP*)

Perhitungan pendapatan nasional dengan pendekatan pengeluaran dilakukan dengan menjumlahkan permintaan akhir unit-unit ekonomi, yaitu rumah tangga berupa konsumsi, perusahaan berupa investasi, pengeluaran pemerintah, serta pengeluaran ekspor dan impor.

3. Pendekatan Pendapatan (*Net National Product/NNP*)

Perhitungan pendapatan nasional dengan pendekatan pendapatan merupakan GNP dikurangi penyusutan dari stok modal yang ada selama periode tertentu.

Pendapatan nasional juga terbagi ke dalam dua hal, yaitu:

1. PDB Nominal, mengukur nilai output atau pendapatan nasional dalam suatu periode tertentu menurut harga pasar yang berlaku pada periode tersebut (*current price*).
2. PDB Riil, mengukur nilai output atau pendapatan nasional dalam suatu periode tertentu menurut harga pasar yang ditentukan (harga pada tahun dasar/ harga konstan)

Semua pendekatan pendapatan nasional di atas merupakan pendekatan ekonomi konvensional yang menyatakan bahwa pendapatan nasional dapat dijadikan sebagai suatu ukuran kesejahteraan ekonomi atau kesejahteraan pada suatu negara. Namun pada kenyataannya GDP merupakan ukuran kesejahteraan yang tidak sempurna karena tidak menghitung produk yang

dihasilkan dan dikonsumsi sendiri (tidak masuk ke pasar), nilai waktu istirahat, bencana alam, serta polusi.

Berbeda dengan ekonomi konvensional, ekonomi Islam menggunakan parameter *falah* dalam tujuan kegiatan perekonomiannya. *Falah* adalah kesejahteraan yang hakiki, kesejahteraan yang sebenar-benarnya, dimana komponen-komponen ruhaniah masuk ke dalamnya. Ekonomi Islam harus menyediakan suatu cara untuk mengukur kesejahteraan ekonomi dan kesejahteraan sosial berdasarkan sistem moral dan sistem Islam (Mannan, dalam Huda, dkk., 2008). Menurut Beik (dalam Almizan, 2016), pertumbuhan ekonomi menurut ekonomi Islam, bukan sekedar terkait dengan peningkatan terhadap barang dan jasa, namun juga terkait dengan aspek moralitas dan kualitas akhlak serta keseimbangan antara tujuan duniawi dan ukhrawi. Ukuran keberhasilan pertumbuhan ekonomi tidak semata-mata dilihat dari sisi pencapaian materi semata atau hasil dari kuantitas, namun juga ditinjau dari sisi perbaikan kehidupan agama, sosial dan kemasyarakatan. Jika pertumbuhan ekonomi yang terjadi justru memicu terjadinya keterbelakangan, kekacauan dan jauh dari nilai-nilai keadilan dan kemanusiaan, maka dipastikan pertumbuhan ekonomi tersebut tidak sesuai dengan ekonomi Islam.

2.4.2 Konsep Inflasi

Inflasi adalah keadaan dimana terjadi kelebihan permintaan (*excess demand*) terhadap barang-barang dalam perekonomian secara keseluruhan. Inflasi sebagai suatu kenaikan harga yang terus menerus dari barang dan jasa secara umum (bukan satu macam barang saja dan sesaat) dan bukan secara sporadis. Inflasi adalah kecenderungan dari harga-harga untuk naik secara umum dan terus menerus. Namun demikian perlu dicatat bahwa kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi, kecuali bila

kenaikan tersebut meluas kepada atau mengakibatkan kenaikan sebagian besar dari barang-barang lain Dalam Islam tidak dikenal inflasi, karena mata uang yang dipakai adalah dinar dan dirham, yang mana mempunyai nilai yang stabil dan dibenarkan oleh Islam (Wibowo dan Sugiyarto, 2012).

Menurut Mankiw, dkk. (2014), inflasi yaitu sebagai suatu proses kenaikan harga-harga yang berlaku dalam suatu perekonomian. Besaran inflasi biasanya berdasarkan pada besaran harga-harga konsumen, tapi bisa juga menggunakan harga-harga lain (harga perdagangan besar, upah, aset dan sebagainya). Inflasi biasanya dituliskan sebagai persentase perubahan angka indeks. Tingkat harga yang melambung sampai 100% atau lebih dalam setahun (hiperinflasi), menyebabkan hilangnya kepercayaan masyarakat terhadap mata uang, sehingga masyarakat cenderung menyimpan aset mereka dalam bentuk lain, seperti *real estate* atau emas, yang biasanya nilainya dapat bertahan ketika masa-masa terjadinya inflasi cukup tinggi. Inflasi tidak terlalu berbahaya apabila bisa diprediksikan, karena setiap orang akan mempertimbangkan prospek harga yang lebih tinggi di masa yang akan datang dalam pengambilan keputusan.

Berdasarkan pada pernyataan di atas menunjukkan bahwa inflasi merupakan suatu kondisi dimana harga-harga barang dan jasa mengalami kenaikan secara terus menerus dan secara meluas akibat permintaan yang tinggi, sedangkan penawaran yang ada justru rendah. Menurut Huda (2008), semakin cepat kenaikan inflasi, semakin sulit untuk memprediksikan inflasi di masa yang akan datang. Kebanyakan ekonom berpendapat bahwa perekonomian akan berjalan efisien apabila inflasi rendah. Idealnya, kebijakan ekonomi makro harus bertujuan menstabilkan harga-harga. Sejumlah ekonom berpendapat bahwa tingkat inflasi yang rendah merupakan hal yang baik

apabila itu terjadi akibat dari inovasi. Produk-produk baru yang diperkenalkan pada harga tinggi, akan jatuh dengan cepat karena persaingan.

Ekonomi Islam menawarkan banyak solusi untuk mengatasi kenaikan inflasi secara terus menerus karena inflasi dapat berakibat sangat buruk bagi perekonomian yang diantaranya (Karim, 2001):

1. Menimbulkan gangguan terhadap fungsi uang, terutama terhadap fungsi tabungan (nilai simpan), fungsi dari pembayaran di muka, dan fungsi dari unit penghitungan. Orang harus melepaskan diri dari uang dan aset keuangan akibat dari beban inflasi tersebut. Inflasi juga telah mengakibatkan terjadinya inflasi kembali, atau dengan kata lain *self feeding inflation*.
2. Melemahkan semangat menabung dan sikap terhadap menabung dari masyarakat (turunnya *marginal propensity to save*);
3. Meningkatkan kecenderungan untuk berbelanja terutama untuk non-primer dan barang-barang mewah (naiknya *marginal propensity to consume*);
4. Mengarahkan investasi pada hal-hal yang non-produktif yaitu penumpukan kekayaan (*hoarding*) seperti; tanah, bangunan, logam mulia, mata uang asing dengan mengorbankan investasi ke arah produktif seperti: pertanian, industrial, perdagangan, transportasi, dan lainnya.

Maka, solusi Ekonomi Islam dalam menghadapi inflasi yang semakin meningkat adalah sebagaimana pendapat Chapra (dalam Ahmad, 2011) bahwa strategi untuk menekan inflasi yaitu pertama, perbaikan moral (orientasinya tidak hanya dimensi material tapi juga spiritual). Kedua, distribusi pendapatan dan kekayaan yang merata. Ketiga, penghapusan riba. Menurut Rahardja dan Mandala (2014), suatu perekonomian dikatakan telah mengalami inflasi jika tiga karakteristik berikut dipenuhi, yaitu: 1) terjadi kenaikan harga, 2) kenaikan

harga bersifat umum, dan 3) berlangsung terus-menerus. Adapun indikator yang digunakan dalam mengukur inflasi, yaitu:

1. Indeks Harga Konsumen (IHK) atau *Consumer Price Index* (CPI) merupakan indikator yang umum digunakan untuk menggambarkan pergerakan harga. Perubahan IHK dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga dari paket barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat.
2. Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB) merupakan indikator yang menggambarkan pergerakan harga dari komoditi-komoditi yang diperdagangkan di suatu daerah.
3. Produk Domestik Bruto (PDB) menggambarkan pengukuran level harga barang akhir (*final goods*) dan jasa yang diproduksi di dalam suatu ekonomi (negeri). Deflator PDB dihasilkan dengan membagi PDB atas dasar harga.

Menurut Mankiw, dkk. (2014), terdapat beberapa sumber penyebab inflasi, yakni dapat disajikan sebagai berikut ini.

1. *Demand Pull Inflation*

Demand pull inflation adalah kenaikan harga-harga yang disebabkan oleh adanya gangguan (*shock*) pada sisi permintaan barang dan jasa. Kenaikan permintaan barang yang tidak seimbang dengan kenaikan penawaran akan mendorong harga naik sehingga terjadi inflasi. Dalam demand pull inflation, kenaikan harga barang akhir (*output*) mendahului kenaikan harga barang input dan harga faktor produksi (misalnya tingkat upah). Inflasi ini bermula dari adanya kenaikan permintaan total (*aggregate demand*), sedangkan produksi sudah berada pada keadaan kesempatan kerja penuh atau hampir mendekati keadaan kesempatan kerja penuh (*full employment*). Dalam keadaan hampir mendekati full employment, kenaikan permintaan total disamping menaikkan

harga juga dapat menaikkan hasil produksi atau *output*. Akan tetapi, bila keadaan full employment telah tercapai, penambahan permintaan tidak akan menambah jumlah produksi melainkan hanya akan menaikkan harga saja sehingga sering disebut dengan inflasi murni.

2. *Supply Side Inflation*

Berbeda dengan demand pull inflation, cost push inflation adalah inflasi yang disebabkan oleh adanya gangguan (*shock*) dari sisi penawaran barang dan jasa atau yang biasa juga disebut dengan supply shock inflation, biasanya ditandai dengan kenaikan harga yang disertai oleh turunnya produksi atau output. Jadi, inflasi dibarengi dengan terjadinya resesi ekonomi. Keadaan ini timbul biasanya dimulai dengan adanya penurunan penawaran total (*aggregate supply*) sebagai akibat kenaikan biaya produksi.

3. *Demand Supply Inflation*

Peningkatan permintaan total (*aggregate demand*) menyebabkan kenaikan harga yang selanjutnya diikuti oleh penurunan penawaran total (*aggregate supply*) sehingga menyebabkan kenaikan harga yang lebih tinggi lagi. Interaksi antara bertambahnya permintaan total dan berkurangnya penawaran total yang mendorong kenaikan harga ini merupakan akibat adanya ekspektasi bahwa tingkat harga dan tingkat upah akan meningkat atau dapat juga karena adanya inersia dari inflasi di masa lalu.

2.4.3 Konsep Jumlah Uang Beredar

Menurut teori ekonomi klasik, penawaran uang merupakan persediaan uang total dalam ekonomi yang terdiri dari mata uang dalam peredaran dan deposito dalam perkiraan tabungan dan giro. Penawaran uang yang terlalu banyak dibandingkan keluaran atau output barang yang dihasilkan akan

cenderung mendorong naiknya suku bunga, naiknya harga, dan berkurangnya produksi serta menyebabkan pengangguran tenaga kerja dan penggunaan kapasitas pabrik (Huda, dkk., 2008).

Dalam perekonomian modern, jumlah uang beredar dikendalikan oleh Bank Sentral selaku pemegang otoritas moneter. Penciptaan uang beredar ini merupakan suatu mekanisme pasar, yakni merupakan suatu proses hasil interaksi antara permintaan dan penawaran uang, dan bukan sekedar pencetakan uang atau suatu keputusan pemerintah belaka (Vimala, 2005). Komposisi jumlah uang yang beredar di masyarakat dapat kita bedakan menjadi dua bagian. Pertama adalah uang beredar dalam pengertian sempit, yang digunakan untuk transaksi yaitu M1 (*narrow money*). Kedua adalah uang beredar dalam arti luas yang biasa disebut dengan M2 (*broad money*). Persamaan yang menunjukkan jumlah uang beredar ini adalah:

$$M1 = C + DD \dots\dots\dots (1)$$

$$M2 = M1 + QM \dots\dots\dots (2)$$

$$QM = SD+TD \dots\dots\dots (3)$$

M1 meliputi uang kartal (*currency*) dan uang giral (*demand deposit*). Uang kartal (C) merupakan jumlah semua uang yang beredar di luar bank sentral, baik uang kertas maupun uang logam. Uang giral (DD) merupakan saldo rekening koran (*giro*) milik masyarakat yang disimpan di perbankan. M2 merupakan jumlah M1 dengan uang kuasi (*quasy money*), yang bentuknya adalah simpanan tabungan (*saving deposit*) dan deposito berjangka (*time deposit*). Menurut teori kuantitas uang, jika jumlah uang yang beredar melebihi permintaannya maka salah satunya akan menyebabkan inflasi. Jumlah uang yang tersedia dalam perekonomian menentukan nilai uang dan pertumbuhan jumlah uang adalah penyebab inflasi (Mankiw, 2014).

2.4.4 Konsep Pengangguran

Menurut Badan Pusat Statistik (BPS, 2016) dalam indikator ketenagakerjaan, pengangguran merupakan penduduk yang tidak bekerja tetapi sedang mencari pekerjaan atau sedang mempersiapkan suatu usaha baru atau penduduk yang tidak mencari pekerjaan karena sudah diterima bekerja tetapi belum mulai bekerja. Menurut Septiatin (2016), pengangguran (*unemployment*) merupakan kenyataan yang dihadapi tidak saja oleh negara-negara sedang berkembang (*developing countries*), akan tetapi juga oleh negara-negara yang sudah maju (*developed countries*). Secara umum, pengangguran didefinisikan sebagai suatu keadaan dimana seseorang yang tergolong dalam kategori angkatan kerja (*labour force*) tidak memiliki pekerjaan dan secara aktif sedang mencari pekerjaan. Seorang yang tidak bekerja, tetapi secara aktif mencari pekerjaan tidak dapat digolongkan sebagai penganggur

Indonesia merupakan salah satu negara berkembang, yang di mana dalam pengelompokan negara berdasarkan taraf kesejahteraan masyarakatnya, di mana salah satu permasalahan yang dihadapi oleh negara-negara berkembang termasuk Indonesia adalah masalah pengangguran. Pengangguran merupakan masalah yang sangat kompleks karena mempengaruhi sekaligus dipengaruhi oleh banyak faktor yang saling berinteraksi mengikuti pola yang tidak selalu mudah untuk dipahami. Apabila pengangguran tersebut tidak segera diatasi maka dapat menimbulkan kerawanan sosial, dan berpotensi mengakibatkan kemiskinan. Menurut Sukirno (2016), pengangguran diartikan sebagai seseorang yang tergolong dalam angkatan kerja dan secara aktif mencari pekerjaan pada suatu tingkat upah tertentu, tetapi tidak memperoleh pekerjaan yang diinginkan. Banyaknya pengangguran di suatu wilayah merupakan masalah yang tidak hanya mencakup bidang perekonomian saja. Di sisi lain, masalah pengangguran juga mempunyai hubungan erat dengan bidang sosial

dan pendidikan. Di zaman seperti sekarang bukan hanya masyarakat yang memiliki pendidikan rendah saja yang menganggur, masyarakat yang memiliki tingkat pendidikan tinggi pula juga banyak yang menganggur.

Menurut pendapat Keynes dalam Sukirno (2016) menyatakan bahwa peranan atau campur tangan pemerintah masih sangat diperlukan yaitu apabila perekonomian sepenuhnya diatur oleh kegiatan di pasar bebas, bukan saja perekonomian tidak selalu mencapai tingkat kesempatan kerja penuh tetapi juga kestabilan kegiatan ekonomi tidak dapat diwujudkan. Akan tetapi fluktuasi kegiatan ekonomi yang lebar dari satu periode ke periode lainnya dan ini akan menimbulkan implikasi yang serius kepada kesempatan kerja dan pengangguran dan tingkat harga. Pengangguran dapat diklasifikasikan menurut berbagai cara misalnya menurut wilayah geografis, jenis pekerjaan dan alasan mengapa orang tersebut menganggur. Berikut jenis pengangguran menurut sifat dan penyebabnya (Rahardja dan Mandala, 2014):

1. Pengangguran Friksional

Pengangguran friksional adalah perubahan dalam komposisi seluruh permintaan dan oleh karena masuknya kedalam pasar tenaga kerja para pencari kerja pertama kalinya yang informasinya tidak sempurna dan membutuhkan biaya modal.

2. Pengangguran Struktural

Pengangguran struktural terjadi karena adanya perubahan dalam struktural komposisi perekonomian. Pengangguran struktural adalah pengangguran yang disebabkan karena ketidakcocokan antara struktur para pencari kerja sehubungan dengan keterampilan, bidang keahlian, maupun daerah lokasi dengan struktur permintaan tenaga kerja yang belum terisi.

3. Penganggura Siklis

Pengangguran siklis terjadi karena kurangnya permintaan. Pengangguran ini terjadi apabila pada tingkat upah dan harga yang berlaku, tingkat permintaan tenaga kerja secara keseluruhan lebih rendah dibandingkan dengan jumlah pekerja yang menawarkan tenaganya

4. Pengangguran Musiman

Bentuk pengangguran lain sering kali muncul di sektor pertanian di Negara berkembang adalah pengangguran musiman. Pengangguran musiman adalah pengangguran yang terjadi pada waktu-waktu tertentu dalam satu tahun. Biasanya, pengangguran musiman terjadi pada saat pergantian musim. Pengangguran musiman bersifat sementara saja dan berlaku dalam waktu-waktu tertentu.

5. Pengangguran Terpaksa dan Pengangguran Sukarela

Pada tingkat keseimbangan yang diciptakan oleh para pasar kompetitif. Perusahaan-perusahaan akan mau mempekerjakan semua pekerjaan yang memenuhi kualifikasi dan mau bekerja pada tingkat upah yang berlaku. Pengangguran yang terjadi kalau ada pekerjaan yang tersedia, tetapi orang yang menganggur tidak bersedia menerimanya pada tingkat upah yang berlaku untuk pekerjaan tersebut disebut pengangguran sukarela.

2.4 Urgensi Penerbitan Sukuk dan Dampaknya terhadap Variabel Makroekonomi

Menurut Mankiw, dkk. (2014), investasi adalah barang-barang yang dibeli oleh individu dan perusahaan untuk menambah persediaan modal mereka. Menurut Lipsey (dalam Ahmad dan Muhammad, 2012), investasi adalah pengeluaran barang yang tidak dikonsumsi saat ini, dimana berdasarkan periode waktunya investasi dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu: investasi jangka pendek,

investasi jangka menengah, dan investasi jangka panjang. Tujuan individu atau perusahaan yang melakukan investasi adalah untuk memperoleh kesejahteraan bagi dirinya atau perusahaan tersebut.

Investasi merupakan pengorbanan yang dilakukan saat ini untuk mengharapkan keuntungan di masa yang akan datang bahwa pengorbanan yang dikeluarkan saat ini bersifat pasti dan keuntungan yang diharapkan bersifat tidak pasti. Investasi dilakukan didasari oleh adanya kebutuhan masa depan atau kebutuhan saat ini yang belum mampu untuk dipenuhi saat ini, adanya keinginan untuk menambah nilai asset serta adanya kebutuhan untuk melindungi nilai aset yang sudah dimiliki karena adanya inflasi. Menurut Kusmawati (2011), perlunya melindungi nilai aset dengan berinvestasi karena ketika inflasi terjadi nilai mata uang suatu negara dapat merosot jauh. Merosotnya nilai mata uang akan membuat masyarakat yang selama ini mempunyai tabungan dalam bentuk uang akan mengalami kerugian, karena nilai mata uang tersebut akan mengalami penurunan ketika dibelanjakan/digunakan. Untuk itu salah satu jalan menyelamatkan nilai asset yang dimiliki dilakukan dengan melakukan investasi.

Umumnya, investasi dibedakan menjadi dua, yaitu investasi pada aset-aset berwujud (*real asset/real investment*) dan investasi pada aset-aset finansial (*financial assets/financial assestment*). Investasi pada aset-aset berwujud dapat berbentuk pembelian aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, pembukaan perkebunan, dan lainnya. Investasi pada aset-aset finansial dapat dilakukan di pasar uang berupa kontrak tertulis, misalnya berupa sertifikat deposito, commercial paper, surat berharga pasar uang dan lainnya. Investasi juga dapat dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, waran, opsi, dan lain-lain. Bentuk instrumen di pasar modal disebut efek, yaitu surat berharga yang berupa saham, obligasi, bukti *right*, bukti *waran* dan produk turunan atau biasa disebut derivatif serta reksadana (Kusmawati, 2011).

Dalam berinvestasi di pasar modal banyak aspek yang perlu diperhatikan, karena dalam berinvestasi investor ingin mendapatkan hasil/return yang maksimal dengan tingkat risiko yang dapat diterima. Dimana semakin tinggi return yang akan diperoleh (*high risk, high return*) dalam investasi maka risiko yang dihadapi juga akan semakin tinggi, Hallim (2005). Oleh karena itu, investasi di pasar modal tidak dapat dipisahkan antara return dan tingkat risiko, kecuali jika investasi tersebut diproteksi oleh pemerintah/institusi yang berwenang, seperti praktek-praktek bisnis pada masa orde baru. Pengembalian (*return*) dibedakan menjadi dua, yaitu pengembalian yang terjadi (*actual return*) yang dihitung berdasarkan data historis, dan pengembalian yang diharapkan (*expected return*) yang akan diperoleh investor di masa depan. Komponen pengembalian meliputi:

1. Untung/rugi modal (*capital gain/loss*) merupakan keuntungan (kerugian) bagi investor yang diperoleh dari kelebihan harga jual (harga beli) dari atas harga beli (harga jual).
2. Imbal hasil (*yield*) merupakan pendapatan atau aliran kas yang diterima investor secara periodik, misalnya berupa dividen atau bunga. *Yield* dinyatakan dalam persentase dari modal yang ditanamkan.

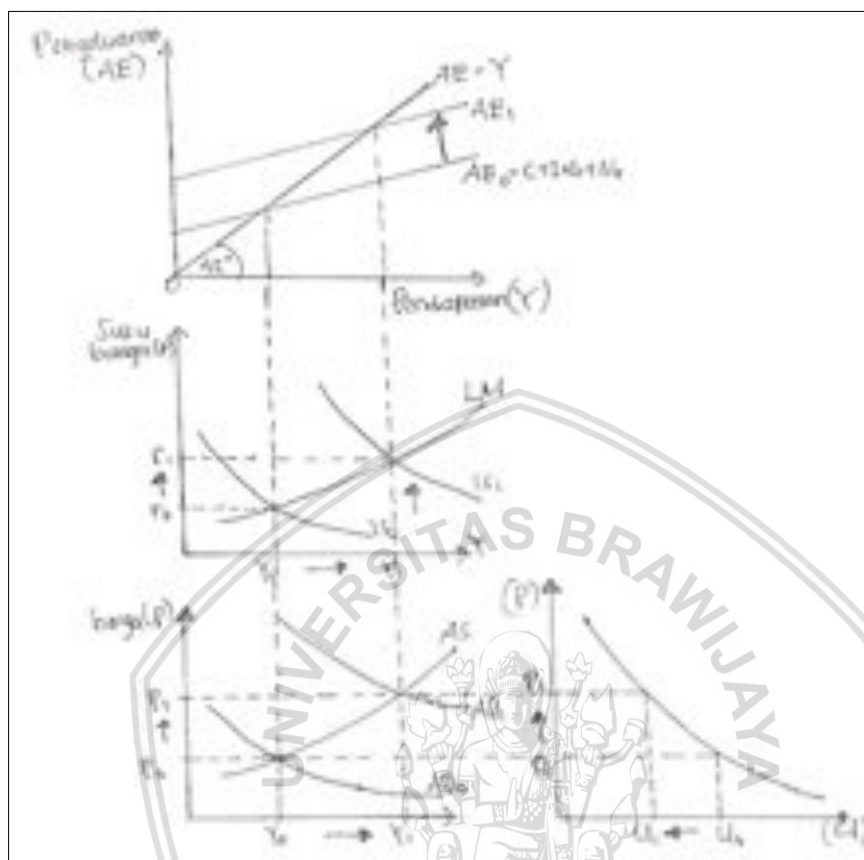
Sukuk merupakan surat berharga syariah yang dapat menjadi arus sumber-sumber keuangan yang dilakukan oleh pihak perusahaan sebagai emiten untuk memperluas usaha (membangun pabrik), sedangkan bagi negara berguna untuk pembiayaan pembangunan suatu proyek, serta dapat menjadi tujuan investasi bagi para investor sukuk (masyarakat) dengan menggunakan *underlying asset* sebagai keikutsertaan para investor memiliki suatu aset. Dengan adanya *underlying asset*, menjadikan sukuk lebih minim risiko tidak terbayarkan utangnya jika mengalami *default*. Jika sumber pembiayaan berbasis syariah ini

bisa lebih diinkluskikan, hal ini tentu akan berdampak pada perkembangan perekonomian Indonesia.

Menurut Keynes (dalam Mankiw, dkk., 2014), investasi (I) merupakan salah satu faktor yang dapat menentukan pengeluaran nasional. Apabila emiten baik korporasi dan pemerintah meningkatkan volume penerbitan sukuknya, akan berpengaruh terhadap naiknya investasi di sektor riil, dimana pada akhirnya, akan menyebabkan kurva output nasional (AE_0) bergeser ke atas (AE_1). Hal ini yang kemudian dapat ditransmisikan ke kurva keseimbangan pasar uang (LM) dan pasar barang (IS). Terjadinya pergeseran kurva output nasional ke atas (AE_0 ke AE_1) akan menyebabkan pergeseran kurva pada pasar barang (IS) ke kanan (IS_0 ke IS_1). Dengan adanya pergeseran kurva IS ini akan menggeser keseimbangan pasar uang dan pasar barang (Y_0 ke Y_1) sehingga ketika IS bergeser ke kanan maka mengakibatkan naiknya tingkat bunga (r_0 ke r_1).

Kemudian, ditransmisikan kembali ke kurva keseimbangan agregat supply (AS) dan agregat demand (AD). Pergeseran kurva IS ke kanan (IS_0 ke IS_1) akan menyebabkan bergesernya kurva AD ke kanan (AD_0 ke AD_1) sehingga mengakibatkan harga (P_0) dan output (Y_0) keseimbangan meningkat (P_0 ke P_1) yang menunjukkan bahwa telah terjadinya inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Dengan meningkatnya AD yang ditransmisikan ke kurva phillip, mengakibatkan terjadinya penurunan jumlah pengangguran (U_0 ke U_1). Hal tersebut sebagaimana dapat disajikan pada Gambar 2.8 di bawah ini.

Gambar 2.8: Ilustrasi Transmisi Investasi Sukuk terhadap Variabel Makroekonomi



Sumber: Mankiw, dkk., 2014

2.5 Hubungan Indikator Makroekonomi terhadap Penerbitan Sukuk

Ekonomi makro adalah ilmu tentang perekonomian secara keseluruhan. Tujuan ilmu ekonomi makro adalah menjelaskan perubahan-perubahan perekonomian yang memengaruhi semua rumah tangga, perusahaan, dan pasar secara bersamaan (Mankiw, dkk, 2014). Lingkungan ekonomi makro adalah lingkungan yang memengaruhi operasi perusahaan sehari-hari. Kemampuan investor dalam memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro di masa datang, akan sangat berguna dalam pembuatan keputusan investasi yang menguntungkan. Oleh karena itu, seorang investor harus memperhatikan beberapa indikator ekonomi makro yang bisa membantu mereka dalam

memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro (Tandellin, 2010). Dengan meningkatnya investasi di pasar sukuk, dapat berdampak pada membaiknya kondisi ekonomi makro, karena dampak *multiplier effect* investasi terhadap perekonomian dapat memengaruhi faktor-faktor ekonomi makro lainnya, seperti naiknya pertumbuhan ekonomi, menurunnya tingkat pengangguran, konsumsi barang dan jasa meningkat, dan lain-lain.

Indikator ekonomi makro dalam penelitian yang digunakan adalah terdiri dari Produk Domestik Bruto (PDB), jumlah uang beredar dalam arti sempit (M1), inflasi, dan pengangguran. Kondisi ekonomi makro yang stabil merupakan hal yang ingin dicapai pemerintah supaya tingkat investasi dalam negeri semakin meningkat. Pengembangan hipotesis merupakan hal yang perlu dilakukan sehingga didapatkan suatu sintesis/kesimpulan sementara dalam rangka membuat permodelan dalam penelitian. Selengkapnya pengembangan hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

2.5.1 Hubungan Produk Domestik Bruto (PDB) terhadap Penerbitan Sukuk

Salah satu indikator telah terjadinya alokasi yang efisien secara makro adalah nilai output nasional yang dihasilkan dalam sebuah perekonomian pada suatu periode tertentu. Sebab, besarnya *output* nasional dapat menunjukkan beberapa hal penting dalam sebuah perekonomian. *Output* nasional atau yang lebih dikenal sebagai Produk Domestik Bruto (PDB) memiliki hubungan terhadap investasi. Hal tersebut sebagaimana yang dikemukakan oleh Tandellin (2010) bahwa seiring meningkatnya PDB merupakan sinyal positif untuk investasi dan menjadi sebaliknya jika PDB turun. Manab dan Agus (2016) juga menambahkan bahwa ketika GDP (*Gross Domestic Product*) meningkat berarti terdapat kemampuan dan keberdayaan masyarakat untuk melakukan kegiatan ekonomi pada obligasi syariah dalam bentuk sukuk. Dengan demikian,

sukuk sebagai sarana investasi baik institusi keuangan dan non institusi keuangan bersifat jangka panjang dapat dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi. Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi dalam suatu negara, maka semakin tinggi investasi yang ditanamkan.

Terdapat beberapa studi terdahulu yang relevan membahas mengenai pengaruh PDB terhadap penerbitan sukuk. Hasil penelitian Ahmad dan Muhammad (2012) dan Rini (2012) menunjukkan bahwa PDB memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap agregasi penerbitan sukuk dalam jangka panjang. Hal tersebut mengindikasikan bahwa semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, maka semakin tinggi penerbitan sukuk dalam jangka panjang. Ketika pertumbuhan ekonomi meningkat, maka kesejahteraan ekonomi masyarakat Indonesia meningkat, sehingga kondisi tersebut dapat merangsang para emiten untuk menerbitkan suku sesuai dengan tujuannya masing-masing. Berdasarkan hasil uji kausalitas granger, kedua hasil penelitian tersebut didapatkan bahwa variabel penerbitan sukuk memiliki hubungan satu arah terhadap variabel penerbitan PDB, namun tidak sebaliknya. Hasil penelitian dengan metode analisis yang berbeda, yakni regresi data panel oleh Manab dan Agus (2016) tidak menemukan adanya hubungan secara signifikan variabel PDB terhadap variabel penerbitan sukuk negara, namun arah koefisien statistiknya adalah positif.

Hal senada juga dikemukakan oleh Smaoi dan Mochsin K. (2017), yakni terdapat hubungan yang signifikan dan positif antara PDB terhadap penerbitan sukuk dan Adelagan dan Bonzena (2009) yang menemukan adanya hubungan yang signifikan dan positif antara PDB terhadap penerbitan obligasi. Menurut Smaoi dan Mochsin K. (2017), negara-negara dengan ukuran ekonomi (*economic size*) yang lebih kecil cenderung memiliki pasar sukuk terbelakang karena mereka akan kekurangan efisiensi skala yang dibutuhkan untuk pasar

cair dan dalam. Hal ini menunjukkan bahwa skala ekonomi yang diproksikan sebagai PDB berkaitan dengan pengembangan pasar sukuk. Ketika ukuran ekonomi kecil, tidak akan ada insentif untuk mengeluarkan sukuk di pasar domestik, karena tidak akan menarik perusahaan-perusahaan besar seperti perusahaan multinasional dan investor asing. Skala ekonomi kecil sering ditandai oleh kerentanan terjadinya volatilitas, bersifat ilikuiditas (tidak likuid), dan terkonsentrasinya penerbit obligasi. Dengan demikian, ukuran ekonomi yang kecil cenderung terlalu mudah berubah dan tidak menarik bagi investor internasional (Eichengreen dkk., 2008, dalam Smaoui dan Mochsin K., 2017). Karena sektor keuangan menghadapi permasalahan biaya tetap (*fixed cost*) yang besar, penerbitan obligasi dengan skala kecil berbahaya bagi perkembangannya. Dengan demikian, skala efisien minimum diperlukan untuk pengembangan pasar sukuk yang lebih mendalam, stabil, dan besar.

Hal senada juga dikemukakan oleh Adelagan dan Bozena R. (2009) bahwa ukuran ekonomi yang kecil mengindikasikan ketidakmampuan negara-negara berkembang untuk memiliki pasar obligasi mendalam dan likuid yang dicirikan oleh volatilitas harga pada saat investor melakukan pembelian dan penjualan obligasi. Negara-negara dengan ukuran ekonomi yang kecil memungkinkan tidak memiliki pasar obligasi yang mendalam dan likuid karena negara tersebut tidak memiliki skala efisiensi di pasar obligasi. Meskipun jumlah penerbitan obligasi meningkat, namun jika pasar obligasi bersifat ilikuid menyebabkan kurangnya ketertarikan perusahaan multinasional dan transnasional, emiten asing potensial, manajer portofolio, dan bank-bank besar di indeks pasar obligasi global. Pada akhirnya, hal tersebut dapat berakibat pada rendahnya jumlah target penjualan obligasi.

Berdasarkan pernyataan di atas, dapat disimpulkan bahwa besar kecilnya pertumbuhan ekonomi suatu negara menentukan tingkat likuiditas suatu aset

sehingga dapat menjadi risiko dalam berinvestasi. Menurut Sayed (2013), risiko likuiditas adalah ketidakpastian yang diperkenalkan oleh pasar kedua untuk investasi. Ketika seorang investor mengakuisisi aset, investor berharap dapat mengubah asset yang dimiliki menjadi uang tunai. Semakin sulit untuk melikuidasi, semakin besar risiko likuiditas. Berdasarkan uraian pada bagian sub ini, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan positif antara PDB terhadap penerbitan sukuk. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut ini.

Secara teori, Mishkin (2010) menyatakan bahwa salah satu faktor naiknya penerbitan obligasi adalah dari segi “anggaran pemerintah”. yakni semakin besar defisit anggaran pemerintah, maka semakin besar penawaran obligasi, dan kurva obligasi bergeser ke kanan. Sebaliknya, ketika terjadinya surplus anggaran, penawaran obligasi turun dan menggeser kurva penawaran ke kiri. Aktivitas pemerintah sejatinya dapat memengaruhi penawaran obligasi, misalnya ketika membiayai defisit anggaran. Ketika defisit membengkak, pemerintah akan menjual lebih banyak obligasi sehingga jumlah di setiap harganya meningkat. Dengan demikian, ketika PDB semakin meningkat, maka pendapatan perpajakan semakin meningkat sehingga menurunkan potensi defisit anggaran karena pendapatan yang lebih besar berarti lebih banyak proyek dapat dibiayai dari pendapatan pajak yang besar daripada berutang.

Mishkin (2010) juga mengemukakan bahwa dalam siklus usaha yang ekspansif ketika pendapatan dan kekayaan meningkat, kurva permintaan bergeser ke kanan dari B^d_1 ke B^d_2 dan kurva penawaran bergeser ke kanan dari B^s_1 ke B^s_2 . Apabila kurva penawaran bergeser ke kanan lebih besar daripada pergeseran kurva permintaan, maka harga obligasi keseimbangan bergerak turun dari P_1 ke P_2 dan suku bunga keseimbangan meningkat. Kenaikan tingkat suku bunga tersebut akan mengakibatkan permintaan *yield* obligasi semakin

tinggi sehingga emiten akan menurunkan jumlah penerbitan obligasi sebagai upaya penyesuaian terhadap antara penawaran permintaan.

Sejalan dengan Hyman (2010) yang menyatakan bahwa ukuran defisit anggaran atau surplus anggaran pemerintah pada suatu tahun tertentu dipengaruhi oleh fluktuasi kegiatan ekonomi yang biasanya terkait dengan siklus bisnis. Ketika PDB meningkat, maka pendapatan pajak juga semakin meningkat dikarenakan tingkat investasi dan pendapatan masyarakat meningkat. Kenaikan penerimaan pajak ini memungkinkan pemerintah mengalami surplus anggaran atau pengurangan defisit secara signifikan. Jika kebijakan surplus anggaran dipertahankan, pemerintah dapat menggunakan dana tersebut untuk membayar dan mengurangi utang pemerintah. Berdasarkan Teori Ekuivalensi Ricardian, surplus anggaran akan meningkatkan persediaan tabungan nasional dan membuat lebih banyak dana tersedia di pasar kredit. Peningkatan tabungan nasional dapat menurunkan suku bunga riil, yang pada gilirannya berkontribusi pada lebih banyak investasi, dan dengan demikian meningkatkan laju pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan yang lebih cepat ini akan meningkatkan basis pajak dan berarti bahwa jumlah pembelanjaan pemerintah dapat dibiayai dengan tarif pajak yang lebih rendah di masa depan.

Dari sisi perusahaan sebagai emiten sukuk, dalam mengembangkan atau memulai suatu bisnis, modal (*capital*) selalu menjadi salah satu ukuran permasalahan. Sumber-sumber mendapatkan modal ada yang bersumber dari internal dan eksternal. Di sisi lain, ketika sebuah keputusan diambil perlu juga menganalisis dampak keputusan tersebut secara jangka panjang, termasuk kemungkinan-kemungkinan terburuk yang bisa terjadi dari keputusan tersebut serta solusi-solusi yang realistis untuk diterapkan. Menurut Fahmi (2014), modal kerja adalah investasi sebuah perusahaan pada aktiva-aktiva jangka

pendek kas, sekuritas, persediaan dan piutang yang penempatannya tepat sasaran (*profitable*). Sumber modal kerja menurut Shim dan Siegel (dalam Fahmi, 2014) adalah seperti 1) pendapatan bersih; 2) peningkatan kewajiban tidak lancar; 3) kenaikan ekuitas para pemegang saham; dan 4) penurunan aktiva tidak lancar.

Kebijakan modal kerja adalah keputusan-keputusan kebijakan dasar yang berhubungan dengan tingkat sasaran untuk masing-masing katagori aktiva lancar dan bagaimana aktiva lancar tersebut akan didanai. Menurut Fahmi (2014), penentuan kebijakan modal kerja haruslah sangat hati-hati (*prudent*), dalam artian penempatan dana yang terlalu besar dalam satu akun memiliki risiko lebih besar (potensi penumpukan dana menganggur/*liddle fund*), sementara penempatan dana terlalu kecil akan membahayakan stabilitas keuangan perusahaan. Secara tegasnya, kebijakan modal kerja adalah kebijakan pengontrolan modal secara sistematis dan berkelanjutan. Dengan demikian, hal-hal penting yang harus dipahami oleh setiap manajer keuangan mengenai pengalokasian aktiva dan pinjaman adalah dapat memutuskan kebijakan kebutuhan dana tambahan melalui utang atau tidak sesuai dengan kinerja keuangan. Maka, ketika PDB meningkat akan diikuti oleh kenaikan keuntungan dan aktiva bersih perusahaan. Hal tersebut memberikan opsi bagi perusahaan untuk mengurangi jumlah utang yang diterbitkan, khususnya melalui penerbitan sukuk. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan untuk variabel makroekonomi, yakni PDB adalah:

Ha₁ = Diduga bahwa Produk Domestik Bruto (PDB) berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap penerbitan sukuk.

2.5.2 Hubungan Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1) terhadap Penerbitan Sukuk

Yang dimaksud dengan jumlah uang beredar adalah nilai keseluruhan uang yang berada di tangan masyarakat (Rahardja dan Mandala, 2014). Menurut Hume (Mankiw, dkk., 2014), sesuai dengan teori dikotomi klasik, perubahan jumlah uang yang beredar memengaruhi variabel-variabel nominal, tetapi tidak memengaruhi variabel-variabel riil. Ketika bank sentral menggandakan jumlah uang yang beredar, tingkat harga menjadi dua kali lipat, upah uang menjadi dua kali lipat, dan semua nilai uang lain menjadi dua kali lipat. Variabel riil, seperti produksi, tenaga kerja, upah riil, dan suku bunga riil tidak berubah. Tidak relevannya perubahan moneter terhadap variabel-variabel riil dinamakan dengan kenetralan moneter (*monetary neutrality*). Sebagian besar ekonom saat ini menerima kesimpulan Hume sebagai gambaran tentang perekonomian jangka panjang. Misalnya, dalam waktu satu dekade, perubahan-perubahan moneter memiliki efek-efek yang penting terhadap variabel-variabel nominal (seperti tingkat harga), namun hanya memiliki efek-efek yang tidak berarti terhadap variabel-variabel riil (seperti PDB riil). Prinsip kenetralan moneter ini lebih efektif terjadi dalam jangka panjang (minimal satu tahun) dibandingkan dalam jangka pendek (dibawah satu tahun).

Dalam konteks perubahan jumlah beredar erat kaitanya dengan terjadinya perubahan harga barang dan jasa. Sebagaimana teori kuantitas uang oleh Milton Friedman bahwasanya,

$$M \times V = P \times Y$$

$$\text{Uang} \times \text{Velositas} = \text{Harga} \times \text{Output}$$

Dimana,

M = Jumlah uang beredar

V = Kecepatan perputaran uang per tahun (velositas uang), konstan

P = Tingkat harga umum (deflator PDB)

Y = Jumlah *Output* (PDB riil)

PY = Nilai nominal keluaran (PDB nominal)

Teori ini menjelaskan apa yang terjadi ketika bank sentral mengubah suplai uang. Karena kecepatan tetap (konstan), setiap perubahan dalam pasokan uang mengarah ke perubahan proporsional dalam PDB nominal. Karena faktor-faktor produksi dan fungsi produksi ditentukan oleh PDB riil, PDB nominal dapat menyesuaikan hanya jika tingkat harga berubah. Oleh karena itu, teori kuantitas menyiratkan bahwa tingkat harga sebanding dengan jumlah uang beredar. Karena tingkat inflasi adalah persentase perubahan tingkat harga, teori tingkat harga ini juga merupakan teori tingkat inflasi. Jadi, teori kuantitas uang menyatakan bahwa bank sentral, yang mengendalikan jumlah uang beredar, memiliki kendali tertinggi atas tingkat inflasi. Jika bank sentral membuat persediaan uang stabil, tingkat harga akan stabil. Jika bank sentral meningkatkan jumlah uang beredar dengan cepat, tingkat harga akan naik dengan cepat (Mankiw, 2007).

Dengan meningkatnya inflasi seiring dengan naiknya jumlah uang beredar, hal tersebut dapat meningkatkan pembelanjaan uang untuk kegiatan investasi supaya nilai riil uang tidak termakan oleh inflasi, misalnya dengan membeli obligasi. Kegiatan investasi ini disebut sebagai biaya kesempatan memegang uang. Menurut teori Irving Fisher, biaya kesempatan memegang uang adalah sama dengan suku bunga nominal (i), yakni,

$$i = r + E\pi$$

Dimana,

i = Suku bunga nominal

r = Suku bunga riil

$E\pi$ = Ekspektasi inflasi

Berdasarkan teori portofolio dari permintaan uang, jumlah uang yang beredar berkaitan dengan investasi. Teori ini mengatakan bahwa uang merupakan bagian dari portofolio aset. Uang memberikan kombinasi risiko dan pengembalian yang berbeda dibandingkan dengan aset lainnya. Pengembalian dari aset uang dianggap lebih aman dibandingkan dengan aset saham atau obligasi.

Teori portofolio mengatakan bahwa permintaan uang bergantung kepada risiko dan pengembalian riil yang diberikan oleh uang, yang tercermin dalam tingkat inflasi yang diharapkan. Permintaan uang juga bergantung pada berbagai aset lain yang dapat dimiliki oleh rumah tangga, yang tercermin dalam pengembalian riil yang diharapkan atas saham dan obligasi, serta kekayaan riil, karena kekayaan mengukur besarnya portofolio yang dialokasikan di antara uang dan aset alternatif. Teori portofolio digunakan untuk menjelaskan permintaan uang pada ukuran uang yang lebih luas, yaitu M2 dan M3.

Kenaikan pada pengembalian riil yang diharapkan atas saham dan obligasi akan menurunkan permintaan uang, karena aset lain dianggap lebih menarik dibandingkan dengan uang. Kenaikan pada tingkat inflasi yang diharapkan juga menurunkan permintaan uang, karena uang dianggap menjadi kurang menarik. Tingkat inflasi yang diharapkan dalam teori ini merupakan tingkat pengembalian riil yang diharapkan akan diterima dari memegang uang. Sementara kenaikan pada kekayaan riil akan meningkatkan permintaan uang, karena kekayaan yang lebih tinggi berarti portofolio yang lebih besar (Mankiw, 2007).

Beberapa literatur juga menunjukkan adanya hubungan antara jumlah uang beredar dan penerbitan sukuk. Hasil penelitian Rini (2012) menunjukkan jumlah uang beredar memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk dalam jangka panjang. Pemerintah selain dapat menggunakan instrumen pembiayaan melalui sukuk juga dapat memanfaatkannya sebagai fungsi

absorpsi jumlah uang beredar. Hal tersebut sebagaimana yang dikemukakan oleh Hariyanto (2017) bahwa seiring dengan perkembangan keuangan syariah, sukuk negara saat ini telah menerbitkan berbagai tenor, mulai dari yang berjangka pendek hingga berjangka panjang. Salah satu SBSN dengan tenor pendek adalah seri SPN-S (Surat Perbendaharaan Negara Syariah). Seri tersebut memiliki tenor maksimal selama satu tahun dan paling pendek selama satu bulan. Saat ini, investor sukuk negara jangka pendek (SPN-S) bukan hanya terdiri dari pelaku pasar keuangan, tetapi juga oleh regulator sektor moneter, yaitu Bank Indonesia. Langkah BI untuk membeli SBN termasuk Sukuk Negara jangka pendek merupakan kebijakan Bank Indonesia untuk mengganti secara bertahap instrumen moneter dari Sertifikat Bank Indonesia (SBI) ke SBN. Dengan begitu, adanya kebijakan Bank Indonesia ini telah membuktikan bahwa Sukuk Negara bukan hanya menjadi instrumen fiskal, tetapi juga menjadi instrumen moneter. Melalui Sukuk Negara, otoritas moneter dapat mengatur likuiditas uang yang beredar untuk menstabilkan kondisi perekonomian. Pada saat kondisi perekonomian mengalami *overwhelming*, bank sentral dapat menjual Sukuk Negara kepada perbankan untuk mengurangi jumlah uang beredar. Demikian sebaliknya, bila terjadi kondisi depresi, bank sentral dapat membeli kembali Sukuk Negara untuk menambah jumlah uang beredar. Mengingat seri SPN-S merupakan jenis sukuk yang dapat diperjualbelikan (*tradable*), menjadikan sukuk negara seri ini lebih likuid daripada seri lainnya. Dengan demikian, berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Sedangkan, hasil penelitian Sakti dan Yusouf (2013) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara jumlah uang beredar dengan penerbitan sukuk. Jumlah uang beredar yang tinggi berkorelasi dengan tingkat inflasi yang tinggi sehingga menurunkan penerbitan sukuk, sebagaimana pada teori

kuantitas uang. Dengan demikian, berdasarkan dasar teori dan hasil penelitian sebelumnya, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

H_{a2} = Diduga bahwa variabel Jumlah Uang Beredar (JUB) berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap penerbitan sukuk.

2.5.3 Hubungan Inflasi terhadap Penerbitan Sukuk

Inflasi merupakan terjadinya kenaikan harga secara umum dan terus-menerus). Inflasi merupakan fenomena moneter yang tidak dapat dihindari, namun dapat diantisipasi. Inflasi yang tinggi dapat menyebabkan turunnya nilai riil mata uang yang ditandai dengan naiknya harga barang dan jasa sehingga membutuhkan lebih banyak uang untuk memperoleh barang dan jasa tersebut. Menurut Prathama dan Mandala (2014), inflasi yang tinggi dapat menurunkan tingkat kesejahteraan rakyat, semakin buruknya distribusi pendapatan, dan terganggunya stabilitas ekonomi.

Dalam hubungannya terhadap penerbitan sukuk, terdapat beberapa literatur yang membahas mengenai dampak inflasi terhadap penerbitan sukuk. Menurut Sayed (2013) karena sukuk memiliki sifat pendapatan yang tetap, investor menanggung risiko bahwa inflasi dapat lebih tinggi daripada pembayaran kupon, yang menyebabkan menyusutnya nilai riil investasi. Hal ini menyebabkan semakin tinggi tingkat inflasi, menyebabkan permintaan investasi menjadi rendah, jika tingkat inflasi melebihi tingkat kupon sukuk. Hubungan terbalik antara inflasi dan penerbitan sukuk sebagaimana dalam hasil penelitian terdahulu menurut Ahmad dan Muhammad (2013), Manab dan Agus (2016), dan Khudari (2017), yang menemukan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara inflasi dan penerbitan sukuk. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut ini.

H_{a3} = Diduga bahwa variabel inflasi berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap penerbitan sukuk.

2.5.4 Hubungan Tingkat Pengangguran Terbuka terhadap Penerbitan Sukuk

Sama halnya dengan inflasi, pengangguran juga akan menimbulkan dampak negatif jika sifat pengangguran sudah sangat struktural atau kronis. Menurut Rahardja dan Mandala (2014), pengangguran dapat menyebabkan terganggunya stabilitas perekonomian (melemahnya permintaan agregat dan melemahnya penawaran agregat) dan terganggunya stabilitas sosial dan politik. Pada bagian melemahnya permintaan agregat, ketika tingkat pengangguran tinggi dan bersifat struktural, maka daya beli akan menurun, yang pada gilirannya menurunkan permintaan agregat. Selanjutnya, pada bagian melemahnya permintaan agregat, tingginya tingkat pengangguran akan menurunkan penawaran agregat, bila dilihat dari peranan tenaga kerja sebagai faktor produksi utama. Makin sedikit tenaga kerja yang digunakan, maka semakin kecil penawaran agregat. Semakin lama seorang menganggur menyebabkan ketrampilan, produktivitas maupun etika kerjanya akan mengalami penurunan. Melemahnya permintaan dan penawaran agregat jelas akan mengancam stabilitas perekonomian. Hal ini telah berkali-kali terbukti dalam sejarah perekonomian dunia, seperti terjadinya depresi besar (1929-1933), krisis ekonomi Asia Timur (1998), termasuk yang dialami Indonesia.

Literatur yang membahas mengenai pengaruh pengangguran terhadap penerbitan sukuk adalah sebagaimana hasil penelitian dari Rini (2012) yang mengemukakan bahwa tingkat pengangguran berhubungan negatif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk di Indonesia. Ketika terjadi peningkatan angka pengangguran, maka masyarakat menghadapi penurunan kemampuan

daya beli dan penurunan standar hidup. Hal tersebut menyebabkan kondisi pasar domestik semakin memburuk.

Secara teori, menurut Hyman (2010) dan Waluyo dan Uci (2016), dari sisi pemerintah, perubahan kebijakan defisit anggaran dipengaruhi oleh situasi perekonomian yang berfluktuasi. Misalnya, ketika perekonomian mengalami resesi, maka pendapatan turun, sehingga kemampuan masyarakat untuk membayar pajak menjadi berkurang karena laba turun. Pemerintah akan mengeluarkan pembiayaan ekstra untuk menangani jumlah pengangguran yang ada, misalnya melalui kebijakan pemotongan pajak dan menaikkan belanja anggaran proram yang pro dengan peningkatan kesempatan kerja. Hal tersebut membuat defisit anggaran semakin meningkat. Maka, untuk membiayai defisit anggaran tersebut, pemerintah akan menerbitkan obligasi kepada publik.

Dari sisi perusahaan, menurut Samsul (2015) bahwa siklus ekonomi memiliki pengaruh terhadap harga saham untuk jangka waktu panjang yakni lebih dari 5 tahun. Dalam masa ekonomi yang tumbuh setiap bidang usaha mengalami kemajuan, lapangan kerja tersedia banyak, pengangguran relatif kecil, pendapatan masyarakat meningkat dan keamanan lebih terjamin, maka kegiatan bursa efek menjadi semarak. Harga saham mengalami kenaikan sepanjang periode kemakmuran, walaupun sesekali waktu mengalami penurunan sebagai koreksi atas suatu kenaikan harga yang terlalu ekstrim (harga mengalami fluktuasi menaik). Jenis saham yang mengalami kenaikan tajam selama masa ekonomi yang sedang tumbuh adalah saham yang berasal dari emiten yang memproduksi barang-barang tahan lama (*durable goods*), seperti barang-barang modal, property, otomotif, produk baja, peralatan rumah tangga dan lainnya. Jenis saham yang berasal dari emiten yang memproduksi

nondurable goods (tidak tahan lama) mengalami kenaikan harga saham tetapi relatif lebih kecil dari jenis barang-barang tahan lama.

Sebaliknya, dalam siklus ekonomi yang menurun, banyak bidang usaha yang bangkrut, banyak pengangguran, upah rendah, dan banyaknya kriminalitas, sehingga kegiatan bursa efek sangat lesu karena harga saham berjatuh. Namun demikian masih ada sebagian jenis saham yang harganya stabil dan bahkan mengalami kenaikan selama periode ekonomi lesu, yaitu saham yang berasal dari emiten yang memproduksi barang-barang tidak tahan lama (*nondurable goods*) seperti produk farmasi, makanan dan minuman, rokok, dan barang-barang konsumsi lainnya.

Dengan demikian, hipotesis yang diajukan terhadap variabel pengangguran adalah sebagai berikut ini.

Ha₄ = Diduga bahwa variabel pengangguran berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk.

2.6 Penelitian Terdahulu

Dasar atau acuan yang berupa teori-teori atau temuan-temuan melalui hasil berbagai penelitian sebelumnya merupakan hal yang sangat penting dan dapat dijadikan sebagai data pendukung. Salah satu data pendukung yang menurut peneliti perlu dijadikan bagian tersendiri adalah penelitian terdahulu yang relevan dengan permasalahan yang sedang dibahas dalam penelitian ini. Peneliti melakukan langkah kajian terhadap beberapa hasil penelitian berupa artikel-artikel jurnal penelitian.

Berdasarkan pada Tabel 2.9 di bawah ini, dapat diketahui bahwa terdapat beberapa persamaan dan perbedaan antara studi terdahulu dengan penelitian yang dilakukan. Pada penelitian pertama yang berjudul "*Economic Forces the Sukuk Market*", perbedaan pertama terletak pada fokus lokasi penelitian, jika

pada studi terdahulu adalah pada Negara Malaysia, sedangkan pada penelitian ini adalah pada Negara Indonesia. Perbedaan kedua adalah pada variabel yang digunakan, jika pada studi terdahulu sebagai proksi pendapatan nasional terdapat tambahan variabel IHP (Indeks Harga Produsen) selain variabel PDB (Produk Domestik Bruto), namun dalam penelitian ini hanya menggunakan variabel PDB. Pada bagian persamaan studi adalah pada variabel yang digunakan, yakni penggunaan variabel PDB dan IHP (Indeks Harga Produsen), kesamaan penggunaan regresi persamaan dinamis, yakni VAR (*Vector Autoregressive*), dan kesamaan tujuan untuk mengetahui pengaruh variabel makroekonomi terhadap penerbitan sukuk.

Pada penelitian kedua yang berjudul “Dampak Sukuk terhadap Indikator Makroekonomi”, perbedaan pertama adalah dalam hal pemilihan periode penelitian dimana pada studi terdahulu ini menggunakan data pada saat sebelum terjadinya krisis keuangan global tahun 2008, sedangkan pada penelitian yang dilakukan menggunakan periode setelah krisis keuangan global tahun 2008 yang dimulai dari tahun 2012-2017. Pada perihal persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang dilakukan adalah pertama dalam penggunaan variabel yang digunakan, yakni penggunaan variabel PDB, JUB (Jumlah Uang Beredar), dan pengangguran. Kedua adalah dalam hal penggunaan metode analisis data regresi persamaan dinamis, yakni VECM (*Vector Error Correction Model*). Ketiga adalah dalam hal tujuan penelitian, yakni untuk melihat pengaruh variabel makroekonomi terhadap penerbitan sukuk.

Pada penelitian ketiga, yang berjudul “*The Determinants of Sukuk Market Development, Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?*”, perbedaan pertama adalah dalam hal penggunaan metode analisis, yakni pada studi terdahulu menggunakan metode analisis regresi data panel, sedangkan pada penelitian yang dilakukan menggunakan

metode analisis regresi persamaan dinamis. Kedua adalah dalam hal penggunaan variabel, yakni pada studi terdahulu menggunakan variabel-variabel makroekonomi, keuangan, kelembagaan, kualitas hukum, agama, dan masyarakat, sedangkan pada penelitian yang dilakukan berfokus pada variabel-variabel makroekonomi. Dalam perihal persamaan penelitian, pertama, dalam studi terdahulu menggunakan variabel makroekonomi, seperti PDB dan inflasi. Kedua dalam hal tujuan analisisnya, yakni untuk melihat pengaruh variabel makroekonomi, keuangan, kelembagaan, kualitas hukum, agama, dan masyarakat terhadap pengembangan pasar sukuk atau dengan kata lain peningkatan penerbitan sukuk.

Pada penelitian keempat yang berjudul *“What Moves the Primary Stock and Bonds Market? Influence of Macroeconomics Factors on Bond and Equity Issues in Malaysia and Korea*, perbedaannya adalah terletak pada penentuan fokus lokasi penelitian dimana pada studi terdahulu dengan membandingkan pengaruh variabel makroekonomi terhadap perkembangan pasar sukuk di Negara Malaysia dan Korea Selatan, sedangkan pada penelitian yang dilakukan adalah pada negara Indonesia. Selanjutnya dalam hal persamaan, pertama dalam hal penggunaan metode analisis, yakni metode analisis regresi persamaan dinamis VAR (*Vector Autoregressive*). Kedua, dalam hal tujuan penelitian, yakni sama-sama untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap pengembangan pasar sukuk/penerbitan sukuk.

Pada penelitian kelima yang berjudul *“The Determinants of Sukuk Market Development”*, perbedaan pertama adalah dalam hal fokus lokasi studi, jika pada studi terdahulu ini pada 13 negara penerbit sukuk terbesar, sedangkan pada penelitian yang dilakukan berfokus pada negara Indonesia. Kedua adalah dalam hal metode analisis yang digunakan, jika pada studi terdahulu menggunakan metode analisis estimasi GMM (*Generalized Method of Moment*), sedangkan

pada penelitian yang dilakukan menggunakan analisis regresi persamaan dinamis. Ketiga adalah dalam hal penggunaan variabel, yakni jika pada studi terdahulu menggunakan banyak faktor seperti, faktor makroekonomi, struktural, kelembagaan, dan pembangunan, sedangkan pada penelitian yang dilakukan hanya berfokus pada variabel-variabel makroekonomi. Pada bagian persamaan dengan studi terdahulu, pertama adalah dalam hal penggunaan variabel makroekonomi, seperti variabel PDB dan inflasi. Kedua adalah dalam hal kesamaan tujuan yakni bersama-sama menganalisis pengaruh faktor-faktor salah satunya faktor makroekonomi terhadap pengembangan pasar sukuk/penerbitan sukuk.

Pada penelitian keenam yang berjudul *“Does Sukuk Financing Promote Economic Growth? An Emphasis on the Major Issuing Countries”*, perbedaan pertama terletak pada fokus lokasi studi, jika pada studi terdahulu adalah berfokus pada negara Arab Saudi dan GCC (*Gulf Country Council*), sedangkan pada penelitian yang dilakukan berfokus pada negara Indonesia. Kedua adalah dalam hal metode analisis yang digunakan, yakni jika pada studi terdahulu menggunakan metode analisis *Toda and Yamoto Granger Test*. Ketiga adalah dalam hal tujuan penelitian, jika pada studi terdahulu adalah untuk menganalisis pengaruh variabel penerbitan sukuk terhadap variabel makroekonomi (PDB dan PMB), sedangkan pada penelitian ini sebaliknya, yakni untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap penerbitan sukuk. Persamaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah pada penggunaan variabel penelitian, yakni penggunaan variabel PDB.

Pada penelitian ketujuh yang berjudul *“The Role of Economic and Financial Factors in Enhancing Sukuk Market Cross-Sectional Study”*, perbedaan pertama terletak dalam hal fokus lokasi studi yang digunakan, pada penelitian sebelumnya ini menggunakan data-data dari banyak negara, yang salah satunya adalah di

Indonesia. Kedua adalah dalam hal metode analisis, pada penelitian sebelumnya menggunakan metode analisis PLS (*Partial Least Square*) dengan membedakan secara parsial pengaruh variabel makroekonomi terhadap sukuk korporasi, negara, dan global, sedangkan pada penelitian yang dilakukan hanya menggunakan data-data dari sukuk korporasi dan sukuk negara (SBSN). Persamaan penelitian dengan penelitian terdahulu adalah, pertama, terletak pada tujuan analisisnya, yakni untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap nilai emisi penerbitan sukuk. Kedua adalah dalam hal penggunaan variabel, yakni menggunakan variabel-variabel makroekonomi, seperti PDB dan inflasi.

Berdasarkan studi terdahulu, dapat disimpulkan bahwa sebagian besar penelitian bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap penerbitan sukuk di berbagai negara, salah satunya Indonesia yang merupakan salah satu negara penerbit sukuk global terbesar di dunia. Selanjutnya, dalam hal metode analisis yang digunakan terdapat banyak studi terdahulu yang menggunakan metode analisis regresi persamaan dinamis, seperti VAR dan VECM. Kemudian, pada penggunaan variabel makroekonomi banyak menggunakan variabel-variabel seperti, PDB, inflasi, JUB, dan pengangguran. Oleh karena itu, studi terdahulu ini dijadikan sebagai dasar acuan penelitian ini untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi yang terdiri dari PDB, JUB, inflasi, dan pengangguran terhadap nilai emisi penerbitan sukuk di Indonesia yang diharapkan dapat memberikan tambahan khasanah keilmuan khususnya dalam investasi sukuk di Indonesia. Selengkapny mengenai rekapitulasi penelitian terdahulu yang berhubungan dengan sukuk dapat diamati pada Tabel 2.8 berikut ini.

Tabel 2.9: Penelitian Terdahulu

No	Nama, Tahun, dan Judul	Tujuan dan Metode	Temuan
1	Nursilah Ahmad, dkk. 2012. <i>Economic Forces the Sukuk Market.</i>	Untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel makroekonomi terhadap penerbitan sukuk di Malaysia pada periode 1996-2011, dengan metode analisis VAR (Vector Autoregressive).	<ol style="list-style-type: none"> Hasil uji kausalitas granger menunjukkan adanya hubungan antara PDB terhadap Indeks harga Konsumen dan Indeks Harga Produsen, serta sukuk terhadap terhadap PDB. Berdasarkan hasil uji IRF, sukuk merespons secara negatif guncangan PPI dan positif terhadap CPI pada 2 kuartal pertama dan kembali ke ekuilibrium dalam jangka panjang. Respon sukuk terhadap guncangan dalam PDB untuk dua tahun pertama berfluktuasi di sekitar rata-rata dan positif di keseimbangan jangka panjang. Baik CPI maupun PPI merespons negatif guncangan sukuk, namun dapat stabil kembali dalam rata-rata di jangka panjang. Berdasarkan hasil FEVD, menunjukkan bahwa sukuk sebagian besar didorong oleh dinamika mereka sendiri dalam dua tahun pertama. Selain itu, setelah dua tahun, IHK dan PDB menjelaskan sekitar 10% variasi sukuk. Sukuk menjelaskan lebih dari 20% varians terhadap guncangan di PPI dan CPI selama tahun pertama. Setelah dua tahun, sukuk menyumbang lebih dari 10% terhadap varians PPI dan PDB.

2	Mustika Rini. 2012. Dampak Sukuk terhadap Indikator Makroekonomi.	Untuk menganalisis Menganalisis pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap indikator makroekonomi di Indonesia, yaitu inflasi, pengangguran, pertumbuhan ekonomi, dan jumlah uang beredar, dengan metode analisis VECM (Vector Error Correction Model).	<p>1. Uji Kausalitas Granger: Variabel penerbitan sukuk memiliki hubungan kausalitas satu arah terhadap variabel PDB dan pengangguran terbuka.</p> <p>2. Hasil estimasi VECM: Seluruh variabel makroekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap penerbitan sukuk, namun dalam jangka panjang semuanya berpengaruh signifikan.</p> <p>3. Uji (FEVD) penerbitan sukuk memiliki proporsi yang tinggi terhadap pergerakan jumlah uang beredar dan inflasi di masa mendatang, sehingga pemerintah dapat menjadikan sukuk sebagai salah satu surat berharga pada instrumen operasi pasar terbuka, selain SBI, SBIS, dan surat berharga pasar uang (SBPU).</p>
3	Ali Said dan Rihab Grassa. 2013. <i>The Determinants of Sukuk Market Development, Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?</i> .	Untuk menganalisis pengaruh faktor makroekonomi, krisis keuangan global, sistem keuangan, kelembagaan, faktor kualitas hukum, agama, dan masyarakat terhadap pengembangan pasar sukuk, dengan metode analisis regresi data panel.	Faktor-faktor makroekonomi (PDB per kapita, size ekonomi, perdagangan bebas), persentase penduduk umat Islam, dan kualitas regulasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan pasar sukuk. Sedangkan, krisis keuangan memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Hal tersebut menunjukkan bahwa negara-negara yang kondisi makroekonominya bagus berpengaruh terhadap tingginya pangsa pasar sukuk. Hal tersebut dikarenakan adanya efisiensi dan kualitas regulasi/peraturan yang baik.

4	Ameer Rasyid. 2014. <i>What Moves the Primary Stock and Bonds Market? Influence of Macroeconomics Factors on Bond and Equity Issues in Malaysia and Korea.</i>	Untuk menganalisis pengaruh suku bunga, ekspektasi inflasi, dan <i>return</i> pasar saham terhadap agregasi atau emisi penerbitan saham dan penerbitan obligasi di Malaysia dan Korea Selatan, dengan menggunakan metode analisis VAR (Vector Autoregressive).	<p>1. Berdasarkan hasil Uji IRF (<i>Impulse Response Function</i>) pada respon penerbitan obligasi terhadap <i>shock</i> variabel independen didapatkan bahwa:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Di Negara Malaysia, <i>shock</i> suku bunga direspon negatif dan <i>shock</i> return obligasi direspon positif. Sedangkan pada <i>shock</i> inflasi dan return pasar saham cenderung tidak direspon. b. Di Negara Korea Selatan, <i>shock</i> suku bunga direspon negatif, <i>shock</i> inflasi direspon positif, dan <i>shock</i> return pasar saham, serta obligasi direspon positif. <p>2. Berdasarkan hasil FEDV (<i>Forecast Error Decomposition Variance</i>) didapatkan bahwa:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Di Negara Malaysia, inovasi pada perubahan suku bunga menjelaskan sebagian besar varians error perkiraan obligasi yang mencapai 20%-30% dan disusul oleh proporsi return pasar saham sebesar 20%. b. Di Negara Korea Selatan, Inovasi suku bunga memberikan proporsi dominan sebesar 70% dan disusul oleh proporsi return pasar saham sebesar 10%.
---	--	--	---

5	Hocem Smaoui dan Mochsin Khawaja. 2015. <i>The Determinants of Sukuk Market Development</i> .	Untuk menganalisis pengaruh faktor-faktor struktural, pembangunan, kelembagaan sektor keuangan, dan makroekonomi terhadap perkembangan pasar sukuk di 13 negara periode 2001-2013, dengan menggunakan metode analisis estimasi GMM (<i>Generalized Method of Moment</i>).	<ol style="list-style-type: none"> 1. Pada faktor-faktor struktural, variabel jumlah penduduk muslim berpengaruh signifikan dan positif terhadap variabel penerbitan sukuk. 2. Pada faktor-faktor pembangunan, faktor profil investasi berpengaruh signifikan dan positif terhadap penerbitan sukuk. 3. Pada faktor-faktor kelembagaan sektor keuangan, variabel indeks korupsi berpengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk. 4. Pada faktor-faktor makroekonomi, variabel inflasi berpengaruh negatif dan signifikan dan variabel nilai tukar berpengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk.
6	Abdelghani, dkk. 2016. <i>Does Sukuk Financing Promote Economic Growth? An Emphasis on the Major Issuing Countries</i> .	Untuk mengetahui pengaruh pembiayaan syariah dengan sukuk terhadap PDB dan PMB (Pembentukan Modal Bruto), dengan metode analisis <i>Toda and Yamoto Granger Test</i> .	Penerbitan Sukuk memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap PDB. Temuan tersebut menunjukkan bahwa penerbitan sukuk memiliki pengaruh terhadap PDB dan GCF hanya jika semua negara digabungkan, jika tidak, tidak terjadi dampak pembiayaan investasi dari sukuk khusus kepada negara Arab Saudi dan GCC (<i>Gulf Country Council</i>).

7	Khudari, Mohammad. 2017. <i>The Role of Economic and Financial Factors in Enhancing Sukuk Market Cross-Sectional Study</i> .	Untuk menganalisis hubungan antara variabel-variabel makroekonomi dan keuangan terhadap penerbitan sukuk negara, sukuk korporasi, dan sukuk global di tujuh negara penerbit sukuk terbesar di dunia. dengan menggunakan metode analisis regresi PLS (<i>Partial Least Square</i>).	<ol style="list-style-type: none"> 1. Faktor keuangan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap nilai emisi penerbitan sukuk korporasi dan negara, sedangkan terhadap nilai emisi penerbitan global memiliki pengaruh negatif dan signifikan. 2. Faktor makroekonomi hanya berpengaruh secara signifikan terhadap nilai emisi penerbitan sukuk global yang didominasi oleh beberapa faktor diantaranya adalah variabel ekspor, Penanaman Modal Asing (PMA), tabungan bruto, inflasi, dan pendapatan penjualan minyak.
---	--	--	--

Sumber: Berbagai publikasi jurnal, 2018.

2.7 Kerangka Pemikiran

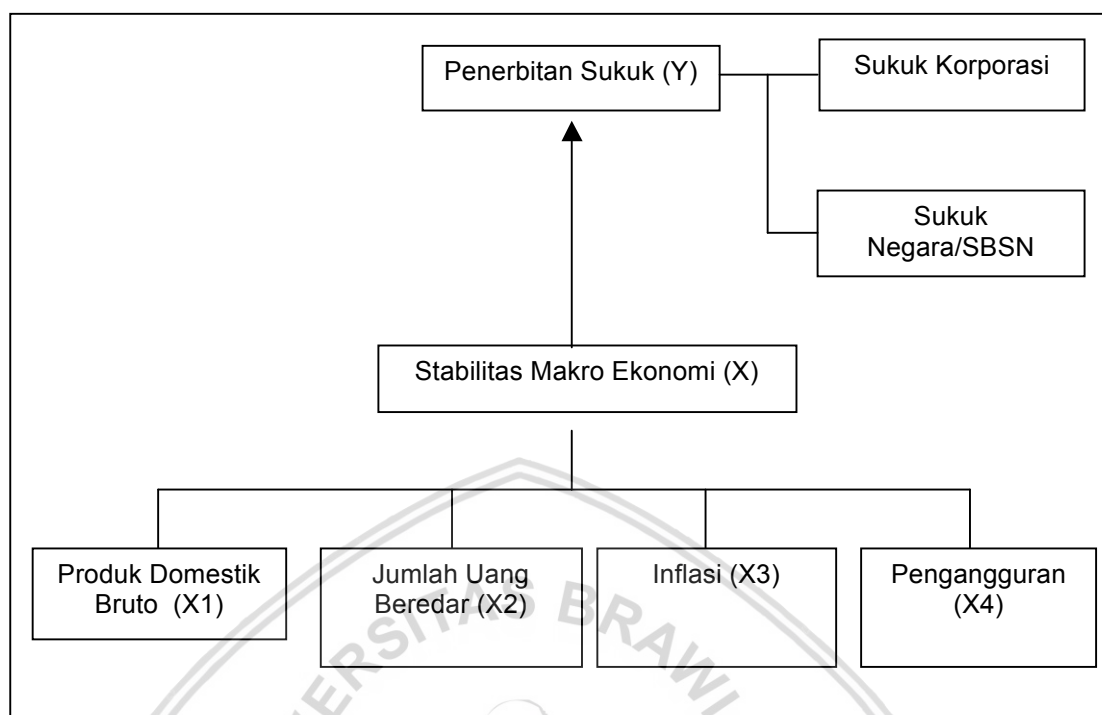
Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh dari faktor ekonomi makro terhadap nilai emisi penerbitan sukuk dan memprediksi nilai emisi penerbitan sukuk di Indonesia. Indikator-indikator makroekonomi yang digunakan adalah meliputi Produk Domestik Bruto (PDB), Jumlah Uang Beredar (JUB) dalam arti sempit (M1), Indeks Harga Konsumen (IHK), dan pengangguran. Sedangkan untuk variabel penerbitan sukuk diukur dengan nilai emisi sukuk outstanding (masih beredar) negara/SBSN (Sertifikat Berharga Syariah Negara).

Menjaga kondisi makro ekonomi yang stabil merupakan hal yang sangat perlu dilakukan oleh pemerintah. Hal tersebut erat kaitannya dengan tingkat kepercayaan investor atau pelaku ekonomi untuk menanamkan likuiditas yang dimiliki ke dalam aset yang dipilih dan keputusan penerbitan obligasi syariah dari pemerintah. Hal tersebut sebagaimana yang dikemukakan oleh Ahmad, dkk

(2012) bahwa variabel makro ekonomi mengandung informasi yang penting bagi partisipan/investor pasa saham.

Kondisi makro ekonomi yang buruk dapat menyebabkan penawaran obligasi menjadi rendah karena penerbitan obligasi dapat berbiaya mahal (Sihombing, dkk, 2004) dan lebih rentan terhadap risiko-risiko, seperti risiko inflasi, gagal bayar, likuiditas, nilai tukar, dan suku bunga dibandingkan instrumen utang untuk investasi lainnya (Sayed, 2013), serta bagi para investor dapat menurunkan minat untuk menanamkan dana yang dimiliki di pasar obligasi dikarenakan *yield* yang ditawarkan oleh emiten tidak sesuai dengan ekspektasi investor. Dengan demikian, dalam penelitian ini diharapkan ketika kondisi makro ekonomi stabil (tidak terguncang) dapat merangsang perkembangan pasar sukuk, mengingat mayoritas penduduk di Indonesia adalah beragama Islam yang tentunya ingin turut berkontribusi dalam menerapkan hukum syariah Islam dalam berkehidupan ekonomi, salah satunya adalah dengan memanfaatkan instrumen investasi melalui sukuk. Berikut ini merupakan kerangka pikir pada penelitian yang dilakukan.

Gambar 2.9: **Kerangka Pikir**



Sumber: Diolah penulis, 2018.

2.8 Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian merupakan jawaban sementara dari sebuah penelitian yang akan dilakukan. Berdasarkan pengembangan hipotesis yang telah dilakukan pada bagian hubungan indikator makroekonomi terhadap penerbitan sukuk sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini terdiri dari:

1. Ha₁: Diduga bahwa variabel PDB (Produk Domestik Bruto) berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap Nilai Emisi Penerbitan Sukuk.
2. Ha₂: Diduga bahwa variabel JUB (Jumlah Uang Beredar) berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap Nilai Emisi Penerbitan Sukuk.
3. Ha₃: Diduga bahwa variabel inflasi berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap Nilai Emisi Penerbitan Sukuk.
4. Ha₄: Diduga bahwa variabel pengangguran berpengaruh signifikan dan positif terhadap Nilai Emisi Penerbitan Sukuk.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Hal tersebut sebagaimana menurut karena data yang diperoleh dari sampel penelitian yang terdiri dari angka-angka dan dianalisis sesuai dengan metode statistik yang digunakan dan kemudian diinterpretasikan. Menurut Sugiyono (2016) menambahkan bahwa metode penelitian kuantitatif merupakan metode penelitian yang berlandaskan pada filsafat positivisme, digunakan untuk meneliti pada populasi atau sampel tertentu, teknik pengambilan sampel pada umumnya dilakukan secara *random*, pengumpulan data menggunakan instrumen penelitian, analisis data bersifat kuantitatif/statistik dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan.

3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Varabel

Berdasarkan tujuan dari penelitian ini, maka variabel-variabel yang dipilih adalah sebagai berikut:

1. Nilai Emisi Sukuk (Y)

Variabel nilai emisi sukuk yang dipakai dalam penelitian ini sebagai variabel dependen dimana merupakan total jumlah nilai emisi sukuk yang diterbitkan oleh korporasi dan pemerintah, baik yang masih beredar (*outstanding*) dan sudah dilunasi ketika jatuh tempo. Data sukuk negara dalam penelitian ini pun mendapatkan perlakuan karena data yang diterbitkan oleh Otoritas Jasa Keuangan dan Bank Indonesia merupakan data bulanan.

Satuan dari variabel ini adalah dalam miliar rupiah yang kemudian diubah kedalam bentuk fungsi Ln dengan satuan persen.

2. Produk Domestik Bruto (PDB) (X1)

Variabel PDB pada penelitian ini merupakan nilai PDB berdasarkan harga berlaku, yang menggambarkan nilai tambah barang dan jasa yang dihitung menggunakan harga yang berlaku pada setiap tahun. Data yang diperoleh adalah berupa data triwulanan, sehingga data tersebut perlu dilakukan perlakuan khusus dengan menginterpolasikan ke data bulanan dengan metode *Cubic Match Last* pada software eviews 7.1. Satuan dari variabel ini adalah dalam miliar rupiah yang kemudian diubah kedalam bentuk fungsi Ln dengan satuan persen.

3. Jumlah Uang Beredar Luas (M1) (X2)

Variabel jumlah uang beredar yang dipakai dalam penelitian ini yaitu data bulanan uang beredar dalam arti sempit (M1). Uang beredar sempit (M1) terdiri dari Uang Kartal (uang kertas dan logam) di Luar Bank Umum dan BPR serta Simpanan Giro Rupiah. Satuan dari variabel ini adalah dalam miliar rupiah. Data JUB dalam arti sempit (M1) yang diperoleh merupakan data dalam periode bulanan. Satuan pada variabel ini adalah dalam miliar rupiah yang kemudian diubah kedalam bentuk fungsi Ln dengan satuan persen.

4. Indeks Harga Konsumen (IHK) (X3)

Variabel inflasi yang dipakai dalam penelitian ini merupakan indeks harga konsumen (IHK) di Indonesia. Menurut BPS (2017), IHK adalah indeks yang menghitung rata-rata perubahan harga dari suatu paket barang dan jasa yang dikonsumsi oleh rumah tangga dalam kurun waktu tertentu. IHK merupakan indikator yang digunakan untuk mengukur tingkat inflasi. Perubahan IHK dari waktu ke waktu menggambarkan tingkat kenaikan (inflasi) atau tingkat penurunan (deflasi) dari barang dan jasa. Data IHK sudah merupakan data

bulanan yang diperoleh dari BPS. Satuan dari variabel ini adalah dalam persen yang kemudian diubah kedalam bentuk fungsi Ln dengan satuan persen.

5. Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) (X4)

Setelah tahun 2000, yang dimaksud jumlah pengangguran terbuka merupakan angkatan kerja yang mencari pekerjaan, yang mempersiapkan usaha, yang tidak mencari pekerjaan karena merasa tidak mungkin mendapatkan pekerjaan, dan yang sudah punya pekerjaan, tetapi belum mulai bekerja. Angkatan kerja mulai tahun 2000 dihitung berdasarkan penduduk usia kerja 15 tahun atau lebih. Data pengangguran terbuka dalam penelitian ini pun mendapatkan perlakuan karena data yang diterbitkan oleh BPS merupakan data semesteran. Perlakuan yang dilakukan untuk menginterpolasi data semesteran tersebut adalah dengan menggunakan metode *Cubic Match Last* pada software *evIEWS 7.1*, sehingga data semesteran tersebut menjadi data bulanan. Satuan dari variabel ini adalah dalam persen yang kemudian diubah kedalam bentuk fungsi Ln dengan satuan persen.

3.3 Populasi dan Sampel

1. Populasi

Populasi merupakan wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang diterapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2016). Jika dikaitkan dengan data dan sumber data bahwa penelitian ini menggunakan data sekunder, maka periode data penelitian ini menyesuaikan dengan ketersediaan data yang dapat ditemukan mengenai variabel-variabel penelitian.

2. Sampel

Menurut Sugiyono (2016), sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut. Pengukuran sampel merupakan suatu langkah untuk menentukan besarnya sampel yang diambil dalam melaksanakan suatu penelitian. Selain itu juga diperhatikan bahwa sampel yang dipilih harus menunjukkan segala karakteristik populasi sehingga tercermin dalam sampel yang dipilih, dengan kata lain sampel harus dapat menggambarkan keadaan populasi yang sebenarnya atau mewakili (representatif).

Teknik sampling disebut juga *sampling methods* atau metode pemilihan sampel. Ada banyak cara yang dapat digunakan untuk memilih sampel. Metode pemilihan sampel yang digunakan yaitu dengan *non-probability sampling* pada bagian metode pemilihan sampel bertujuan (*purposive sampling*) jenis *judgment sampling*. Indriantoro dan Supomo menjelaskan *judgment sampling* (pemilihan sampel berdasarkan pertimbangan) merupakan tipe pemilihan sampel secara tidak acak yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan tertentu (umumnya disesuaikan dengan tujuan atau masalah penelitian). Elemen populasi yang dipilih sebagai sampel dibatasi pada elemen-elemen yang dapat memberikan informasi berdasarkan pertimbangan. Pertimbangan yang digunakan yaitu: (1) ketersediaan data, dimana pemilihan sampel dari tahun 2012 (September)-2017 (Juni) dikarenakan ketersediaan data terutama pada data sukuk korporasi secara bulanan yang diperoleh dari Otoritas Jasa Keuangan dimulai pada tahun 2012; (2) data bersifat numerik; (3) data merupakan hasil publikasi oleh lembaga/instansi terkait pada masing-masing negara, dan (4) instansi tersebut merepresentasikan lembaga yang secara kelembagaan bertanggung jawab terhadap negara atas informasi/dokumen yang dipublikasikannya.

3.4 Penentuan Model

Dalam penelitian ini akan dikaji lebih jauh mengenai hubungan antara indikator makro ekonomi yang terdiri dari Produk Domestik Bruto (PDB), Jumlah Uang Beredar (JUB) dalam arti sempit (M1), Indeks Harga Konsumen (IHK), dan pengangguran terhadap nilai emisi penerbitan sukuk negara dan korporasi yang berkaitan dengan pasar sukuk di Indonesia baik dalam hubungan jangka pendek dan jangka panjangnya. Permodelan secara ekonometrika dari penelitian yang dilakukan adalah sebagai berikut ini:

$$\ln \text{Sukuk}_i = \beta_0 + \ln \beta_1 \text{PDB} + \ln \beta_2 \text{M1} + \ln \beta_3 \text{IHK} + \ln \beta_4 \text{TPT} + u_i : i = 1, 2, \dots, N$$

dimana,

Sukuk (Y) = Nilai total emisi penerbitan sukuk korporasi dan negara (persen)

PDB (X1) = Produk Domestik Bruto (persen)

M1 (X2) = Jumlah uang beredar secara Sempit (persen)

IHK (X3) = Indeks Harga Konsumen (persen)

TPT (X4) = Tingkat Pengangguran Terbuka (persen)

Ln = Fungsi Logaritma (persen)

u_i = error

N = Banyaknya populasi

3.5 Data dan Sumber Data

1. Data

Data yang dikumpulkan adalah data yang bersifat kuantitatif berupa angka-angka. Data perlu dihimpun untuk menjawab tujuan dari penelitian dimana data yang dikumpulan dalam bentuk angka-angka yang menunjukkan nilai dan besaran atau variabel yang mewakilinya. Data yang digunakan adalah data dari deret waktu (*time series*) dari tahun 2012 (September)-2017

(Juni) dengan periode bulanan. Adapun data yang dikumpulkan adalah data mengenai nilai emisi sukuk korporasi dan negara (SBSN), Produk Domestik Bruto (PDB), jumlah uang beredar dalam arti sempit (M1), Indeks Harga Konsumen (IHK), dan Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT).

2. Sumber Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data sekunder menurut Sugiyono (2016) adalah sumber data yang diperoleh dengan cara membaca, mempelajari dan memahami melalui media lain yang bersumber dari literatur, buku-buku, serta dokumen perusahaan. Sumber data sekunder yang diperoleh merupakan data yang diperoleh secara tidak langsung, artinya data-data tersebut berupa data kedua yang telah diolah lebih lanjut dan data yang disajikan oleh pihak lain. Data-data yang digunakan dalam analisis kuantitatif diperoleh dari laporan-laporan yang berasal dari Badan Pusat Statistik, Otoritas Jasa Keuangan, Bank Indonesia, dan laporan-laporan lainnya yang terkait dengan penelitian ini.

3.6 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan metode dokumentasi. Metode ini dilakukan dengan cara mengumpulkan, mencatat, dan mengkaji data sekunder dari laporan data pihak ketiga yang dipublikasikan tiap tahunnya. Menurut Sugiyono (2016), metode dokumentasi adalah informasi yang berasal dari catatan penting baik dari lembaga atau organisasi maupun dari perorangan. Dokumentasi penelitian bisa berbentuk tulisan, gambar atau karya-karya monumental dari seseorang. Mengingat penelitian ini menggunakan sumber data sekunder, data-data yang dikumpulkan merupakan hasil laporan-laporan yang berasal dari Badan Pusat Statistik,

Otoritas Jasa Keuangan, Bank Indonesia, dan laporan-laporan lainnya yang terkait dengan penelitian ini yang terutama berkaitan dengan variabel-variabel dalam penelitian yang terdiri dari Sukuk, Produk Domestik Bruto (PDB), Jumlah Uang Beredar (JUB) dalam arti sempit (M1), Indeks Harga Konsumen (IHK), dan pengangguran.

3.7 Metode Analisis Data

Metode penelitian kuantitatif adalah metode penelitian yang berlandaskan pada filsafat positivisme, digunakan untuk meneliti pada populasi atau sampel tertentu, pengumpulan data menggunakan instrument penelitian, analisis data bersifat kuantitatif/ statistik, dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan Sugiyono (2016). Penggunaan jenis penelitian kuantitatif pada penelitian ini adalah dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap penerbitan sukuk di Indonesia. Sebelum melakukan pengujian regresi, terlebih dahulu data-data yang berupa triwulanan dan semesteran diinterpolasikan menjadi data bulanan dengan metode *Cubic Match Last* pada program e-views versi 7.1. Penggunaan metode tersebut dikarenakan tingkat keakurasian data yang diinterpolasi lebih baik dan lebih mendekati data sebenarnya.

Regresi linier berganda mengestimasi besarnya koefisien-koefisien yang dihasilkan dari persamaan yang bersifat linier yang melibatkan beberapa variabel bebas untuk digunakan sebagai alat prediksi besarnya nilai variabel tergantung. Menurut Sugiyono (2016), regresi linier berganda didasarkan pada hubungan fungsional ataupun kausal beberapa variabel independen dengan satu variabel dependen. Kegunaan analisis regresi linier sederhana adalah untuk mengukur besarnya pengaruh variabel bebas terhadap variabel tergantung dan

memprediksi variabel tergantung dengan menggunakan variabel bebas dimana penentuan model penelitian sebagaimana pada berikut ini:

$$\ln \text{Sukuk}_i = \beta_0 + \ln \beta_1 \text{PDB} + \ln \beta_2 \text{M1} + \ln \beta_3 \text{IHK} + \ln \beta_4 \text{TPT} + u_i : i = 1, 2, \dots, N$$

dimana,

Sukuk (Y) = Nilai total emisi penerbitan sukuk korporasi dan negara (persen)

PDB (X1) = Produk Domestik Bruto (persen)

M1 (X2) = Jumlah uang beredar secara Sempit (persen)

IHK (X3) = Indeks Harga Konsumen (persen)

TPT (X4) = Tingkat Pengangguran Terbuka (persen)

1. Uji Asumsi Klasik

Pada analisis regresi linier berganda ini, alat yang digunakan adalah *Software* SPSS versi 16.0. Sebelum melakukan analisis regresi linier berganda adalah melakukan uji asumsi klasik. Tujuannya adalah untuk menentukan tingkat kelayakan model regresi yang digunakan dalam penelitian dan dapat memiliki hasil yang valid sehingga terbesar dari potensi terjadinya *spurious regression* (regresi palsu). Uji asumsi klasik dalam penelitian ini menggunakan uji normalitas, multikolinieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas yang selengkapnya sebagai berikut ini:

- a. Uji Normalitas. Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah yang memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Pengujian normalitas ini dapat dilakukan melalui analisis grafik dan analisis statistik.
- b. Uji Multikolinieritas. Uji ini bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Pada

model regresi yang baik seharusnya antar variabel independen tidak terjadi korelasi.

- c. Uji Atokorelasi. Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi maka dinamakan ada problem autokorelasi.
- d. Uji Heteroskedastisitas. Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Model regresi yang baik adalah yang terjadi homokedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas.

2. Uji Regresi Linier Berganda

Alat analisis yang akan dipakai dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai hubungan antara variabel satu dengan variabel lain dimana sebelum melakukan tahapan uji regresi linier berganda dilakukan langkah-langkah sebagai berikut ini.

a) Koefisien Determinasi (R^2)

Koesien Determinasi (*Goodness of Fit*), yang dinotasikan dengan R^2 , merupakan suatu ukuran yang penting dalam regresi, karena dapat menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang terestimasi. Atau dengan kata lain, angka tersebut dapat mengukur seberapa dekatkah garis regresi yang terestimasi dengan data sesungguhnya. Nilai Koefisien Determinasi (R^2) ini mencerminkan seberapa besar variasi dari variabel terikat Y dapat diterangkan oleh variabel bebas X . Bila nilai Koefisien Determinasi sama dengan 0 ($R^2=0$), artinya variasi dari Y tidak dapat diterangkan oleh X sama sekali. Sementara bila $R^2=1$, artinya variasi dari Y secara keseluruhan dapat diterangkan oleh X . Dengan kata lain bila $R^2=1$,

maka semua titik pengamatan berada tepat pada garis regresi. Dengan demikian, baik atau buruknya suatu persamaan regresi ditentukan oleh R^2 -nya yang mempunyai nilai antara nol dan satu

b) Uji Hipotesis

Uji hipotesis ini bertujuan untuk memeriksa atau menguji apakah koefisien regresi yang didapat signifikan (berbeda nyata). Maksud dari signifikan ini adalah suatu nilai koefisien regresi yang secara statistik tidak sama dengan nol. Jika koefisien *slope* sama dengan nol, berarti dapat dikatakan bahwa tidak cukup bukti untuk menyatakan variabel bebas mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat (Nachrowi, 2006). Penetapan hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini berkaitan dengan ada atau tidaknya hubungan antara variabel independen dan variabel dependen, yaitu dengan menggunakan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_1). Hipotesis nol merupakan hipotesis yang menyatakan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak signifikan, sedangkan hipotesis alternatif merupakan hipotesis yang menyatakan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen signifikan. Langkah-langkah dalam perancangan hipotesis adalah sebagai berikut (Sugiyono, 2016):

a. Menetapkan Hipotesis Penelitian

- 1) Hipotesis Penelitian. Karena hipotesis yang akan digunakan ini berkaitan dengan ada tidaknya pengaruh variabel independen yaitu pengaruh besar pembiayaan *murabahah* terhadap peningkatan pendapatan usaha petani, maka dalam penelitian ini menggunakan pengujian hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a).
- 2) Hipotesis Statistik. Berdasarkan pada alat statistik yang digunakan dan hipotesis penelitian di atas maka peneliti menetapkan dua

hipotesis yang digunakan untuk uji statistiknya yaitu hipotesis nol (H_0) yang diformulasikan untuk ditolak dan hipotesis alternatif (H_1) yaitu hipotesis peneliti yang diformulasikan untuk diterima.

b. Menentukan Tingkat Signifikansi

Agar hasil perhitungan koefisien korelasi dapat diketahui signifikan atau tidak signifikan maka hasil perhitungan dari statistik uji t (t hitung) tersebut selanjutnya dibandingkan dengan t tabel. Tingkat signifikannya yaitu $\alpha = 0,1$ dengan uji dua pihak dan derajat kebebasannya ($dk = n-2$), artinya jika hipotesis nol ditolak dengan taraf kepercayaan 90%, maka kemungkinan bahwa hasil dari penarikan kesimpulan mempunyai kebenaran 90% dan hal ini menunjukkan adanya hubungan (korelasi) yang meyakinkan (signifikan) antara dua variabel tersebut.

c. Kriteria Penarikan Pengujian

a) Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter (b_i) sama dengan nol, atau:

$$H_0 : b_i = 0$$

Artinya apakah suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya (H_a) parameter suatu variabel tidak sama dengan nol, atau:

$$H_a : b_i \neq 0$$

Artinya variabel tersebut merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Menurut Sugiyono (2016), Jika

menggunakan tingkat signifikansi ($\alpha=0,05$) untuk diuji dua pihak, maka kriteria penerimaan atau penolakan hipotesis yaitu sebagai berikut:

- Jika $t_{\text{hitung}} \geq t_{\text{tabel}}$ maka H_0 ada di daerah penolakan, berarti H_a diterima artinya antara variabel X dan variabel Y secara parsial terdapat hubungan signifikan.
- Jika $t_{\text{hitung}} \leq t_{\text{tabel}}$ maka H_0 ada di daerah penerimaan, berarti H_a ditolak artinya antara variabel X dan variabel Y secara parsial tidak terdapat hubungan signifikan.

b) Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Uji F dilakukan untuk mengetahui adanya pengaruh secara bersamasama variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, atau:

$$H_0: b_1 = b_2 = \dots = b_k = 0$$

Artinya, apakah semua variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya (H_a) tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol, atau:

$$H_a: b_1 \neq b_2 \neq \dots \neq b_k \neq 0$$

Artinya, semua variabel independen secara simultan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Kriteria pengujian yang digunakan adalah:

- Jika $F_{\text{hitung}} \geq F_{\text{tabel}}$ maka H_0 ada di daerah penolakan, berarti H_a diterima artinya terdapat hubungan signifikan secara simultan (bersama-sama) variabel X terhadap variabel Y.

- Jika $F_{hitung} \leq F_{tabel}$ maka H_0 ada di daerah penerimaan, berarti H_a ditolak artinya tidak terdapat hubungan signifikan secara simultan (bersama-sama) variabel X terhadap variabel Y.

d. Penarikan Kesimpulan

Penarikan kesimpulan dilakukan berdasarkan hasil pengolahan data dan hasil pengujian hipotesis yang dilakukan berdasarkan pada hasil kriteria yang telah dijelaskan di atas, juga dari teori-teori yang mendukung objek dari masalah yang diteliti. (Sugiyono, 2016)



BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Variabel Penelitian

Pada bagian gambaran umum variabel penelitian ini, dipaparkan mengenai kondisi dan perkembangan sukuk dan variabel makroekonomi di Indonesia selama periode 2012-2017 yang selengkapnya dapat dijelaskan sebagai berikut ini.

4.1.1 Gambaran Umum Sukuk di Indonesia

Sebagai bagian dari instrumen keuangan syariah, penerbitan sukuk mengikuti nilai-nilai maupun larangan umum yang ditentukan dalam keuangan syariah. Sukuk sebenarnya bukan instrumen keuangan yang baru. Menurut Hariyanto (2016), sukuk telah lama dipergunakan sebagai instrumen keuangan dalam perdagangan domestik maupun internasional oleh para pedagang muslim sejak awal perkembangan Islam (abad 6 Masehi). Istilah sukuk kemudian menjadi populer pada awal abad 21 setelah banyak digunakan oleh pemerintah maupun korporasi dalam memobilisasi dana guna pembiayaan suatu proyek tertentu dalam skala internasional.

Di Indonesia, sukuk lebih dikenal sebagai dengan istilah surat bergarga syariah/obligasi syariah yang diterbitkan pertama kali pada tahun 2002 oleh PT Indosat Tbk, dan telah mendapat legitimasi dari Dewan Syariah Nasional (DSN) melalui fatwa DSN-MUI No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah dan sekaligus sebagai penerbit sukuk korporasi pertama di Indonesia. Dalam perkembangan selajutnya, istilah sukuk mulai didefinisikan melalui peraturan No.IX.A.13 hasil keputusan Bappepam-LK Nomor KEP-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai

sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: a) kepemilikan aset berwujud tertentu; b) nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau c) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu. Pada tahun 2008, pemerintah secara perdana menerbitkan sukuk negara yang dilandasi dengan lahirnya Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara dan Fatwa DSN-MUI No. 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara. Sukuk terbagi menjadi dua jenis, yakni sukuk yang diterbitkan oleh korporasi dan sukuk yang diterbitkan oleh negara yang lebih dikenal Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Selengkapnya, pada tabel 4.1 berikut ini merupakan perkembangan penerbitan sukuk di Indonesia.

Tabel 4.1: **Perkembangan Nilai Emisi Sukuk di Indonesia 2012-2017**

Tahun	Nilai Emisi Sukuk Korporasi (Triliun Rupiah)	Nilai Emisi Sukuk Negara/SBSN (Triliun Rupiah)	Total Nilai Emisi Sukuk (Triliun Rupiah)	Laju (Persen)
2012	9,799	98,818	108,617	53,65
2013	11,994	118,707	130,701	20,34
2014	12,917	143,901	156,818	19,98
2015	16,114	201,017	217,131	38,38
2016	20,425	284,991	305,416	40,74
2017	26,395	382,210	408,605	33,79

Sumber: Bank Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan, 2018 (data diolah).

Tabel 4.1 di atas memperlihatkan perkembangan dan pertumbuhan penerbitan sukuk negara dan korporasi yang dilihat dari nilai emisi penerbitan. Nilai emisi sukuk merupakan gabungan antara nilai sukuk beredar (*outstanding*) dan nilai sukuk yang sudah dilunasi. Sejak pemerintah melakukan penerbitan sukuk negara perdana pada tahun 2008, perkembangan nilai emisi sukuk yang mempresentasikan perkembangan pasar sukuk di Indonesia menunjukkan tren

peningkatan yang menggembirakan dengan laju pertumbuhan minimal sebesar 20 persen sepanjang periode 2012-2017. Nilai total penerbitan sukuk pada tahun 2012 mencapai 108,617 Triliun Rupiah dengan komposisi penerbitan sukuk korporasi sebesar 9,799 Triliun Rupiah dan sukuk negara sebesar 98,818 Triliun Rupiah. Pada tahun 2017, total penerbitan sukuk mencapai 408,605 Triliun Rupiah dengan komposisi penerbitan sukuk korporasi sebesar 7,815 Triliun dan sukuk negara sebesar 38,500 Triliun Rupiah. Laju pertumbuhan penerbitan sukuk tertinggi terjadi pada tahun 2012 dengan laju sebesar 53,65 persen dan nilai total penerbitan sukuk sebesar 46,315 Triliun Rupiah dan terendah pada tahun 2014, yakni sebesar 19,98 persen. Menurut Otoritas Jasa Keuangan (2017), pada tahun 2016 penerbitan sukuk korporasi telah terdiversifikasi ke berbagai pembiayaan bidang usaha sebagaimana terdapat pada tabel 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2: Nilai Emisi Sukuk Korporasi di Indonesia 2016

No	Bidang Usaha	Nilai Emisi Sukuk Korporasi (Juta US\$)
1	Barang Konsumsi	41,52
2	Industri Keuangan	229,88
3	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi	352,63
4	Pertambangan	15,09
5	Properti, <i>Real Estate</i> , dan Konstruksi	79,26

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, 2017

Selain menyasar para investor dalam negeri, pemerintah memandang bahwa perkembangan keuangan syariah global merupakan peluang untuk menghubungkan investor global dengan sektor keuangan dan riil domestik. Selain itu, perkembangan keuangan syariah merupakan kesempatan bagi pemerintah untuk menyediakan instrumen-instrumen keuangan yang

dibutuhkan oleh lembaga keuangan syariah domestik maupun global agar dapat mengembangkan investasinya. Di sisi lain, dana yang dimiliki oleh lembaga keuangan syariah tersebut dapat dimanfaatkan sebagai bagian dari pengelolaan pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Sehingga penerbitan instrumen investasi berbasis syariah tersebut menjadi simbiosis mutualisme yang memberikan keuntungan bagi pemilik dana maupun pemerintah.

Untuk memanfaatkan perkembangan keuangan syariah global tersebut, sejak tahun 2009 pemerintah secara rutin telah menerbitkan instrumen investasi bagi institusi keuangan syariah global yang disebut Sukuk Negara Indonesia (SNI) atau Sukuk Global Indonesia. Penerbitan Sukuk Global juga merupakan salah satu upaya untuk melakukan diversifikasi sumber-sumber pembiayaan APBN. Selain itu, penerbitan Sukuk Negara di pasar internasional dipandang lebih efisien bila dibandingkan dengan penerbitan domestik. Hal tersebut dapat dilihat dengan membandingkan nilai imbal hasil yang diberikan Sukuk Global dengan Sukuk Negara yang diterbitkan di pasar domestik dengan tenor sama. Berdasarkan data yang ada, terdapat perbedaan selisih imbal hasil pada kisaran 300 s.d. 500 basis points (3-5 persen).

Penerbitan Sukuk Global juga mendapat sambutan yang sangat baik dari para investor. Hal tersebut terlihat dari minat investor yang sangat tinggi pada setiap penerbitan Sukuk Global sehingga selalu mengalami kelebihan permintaan (*over subscribed*). Selain itu, dari sisi distribusi geografi investor Sukuk Global juga menyebar di seluruh dunia. Dalam penerbitan Sukuk Global seri SNI 25 yang diterbitkan pada tahun 2016, 41% investor berasal dari Timur Tengah kemudian disusul Amerika Serikat 21%, Eropa 16%, Asia 12% dan Indonesia 10%. Berdasarkan sebaran investor tersebut dapat disimpulkan

bahwa Sukuk Global Indonesia diterima oleh investor global, baik dari sisi hukum positif maupun dari sisi hukum syariah (Kementrian Keuangan, 2017).

Konsistensi pengembangan pasar Sukuk Negara mulai membuahkan hasil. Di pasar keuangan syariah internasional, Indonesia telah diakui sebagai issuer sukuk yang terpercaya. Berdasarkan data dari Direktorat Pembiayaan Syariah, Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kemenkeu, pada bulan Oktober 2016 Indonesia menduduki peringkat kedua di dunia dalam jumlah penerbitan Global Sukuk. Posisi Indonesia berada di atas Malaysia dan di bawah Uni Arab Emirates sebagai penerbit Sukuk terbesar. Jika dihitung berdasarkan Sukuk yang *outstanding* (Sukuk yang belum jatuh tempo), maka Indonesia adalah penerbit Global Sukuk terbesar di dunia, di atas Malaysia dan Uni Emirat Arab (UAE). Kepercayaan dunia internasional kepada Sukuk Negara tidak terlepas dari kebijakan pemerintah yang sangat berhati-hati (*prudent*) dalam mengelola utang serta kebijakan fiskal dan ekonomi makro. Selengkapnya, pada tabel 4.3 berikut ini merupakan data nilai sukuk global SNI (Sukuk Negara Indonesia) dibandingkan dengan negara penerbit sukuk global lainnya.

Tabel 4.3: **Nilai Emisi Penerbitan Sukuk Global di Dunia Berdasarkan Peringkat per Oktober 2016**

No	Negara	Nilai Emisi Sukuk Global (Miliar US\$)	Negara	Nilai <i>Outstanding</i> Sukuk Global (Miliar US\$)
1	UEA	8,475	Indonesia	5,700
2	Indonesia	7,650	Malaysia	4,750
3	Malaysia	5,500	UEA	4,250
4	Qatar	4,700	Qatar	4,000
5	Bahrain	3,388	Turki	2,750
6	Turki	2,750	Hongkong	2,000
7	Pakistan	1,600	Pakistan	1,000

8	Hongkong	1,000	Bahrain	750
9	Afrika Selatan	500	Afrika Selatan	500

Sumber: Kementerian Keuangan, 2017

Penerbitan Sukuk Global Indonesia saat ini telah menjadi success story bagi pengelolaan pembiayaan di Indonesia. Sampai tahun 2016, pemerintah telah enam kali menerbitkan Global Sukuk secara sukses. Namun, dalam kondisi ekonomi global yang penuh dengan dinamika, pemerintah perlu mewaspadai berbagai kondisi agar tidak menjadi gangguan bagi pengelolaan Sukuk Global. Berbagai kondisi yang perlu mendapat perhatian di antaranya seperti kondisi pasar keuangan global dan risiko nilai tukar terhadap negara lain. Penerbitan sukuk ngeara global ini diharapkan dapat memicu bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia untuk ikut serta dalam menerbitkan sukuk korporasi global sebagaimana yang telah dilakukan oleh Malaysia sejak tahun 2000.

4.1.2 Gambaran Umum Variabel Makroekonomi di Indonesia

1. Produk Domestik Bruto (PDB)

Untuk mengukur keberhasilan suatu perekonomian salah satunya dapat dilihat dari angka pertumbuhan ekonomi suatu negara. Pertumbuhan ekonomi (*economic growth*) merupakan besaran yang diukur dari kenaikan besarnya pendapatan nasional (produksi nasional) pada periode tertentu. Nilai dari pendapatan nasional ini merupakan gambaran dari kegiatan atau aktivitas ekonomi secara nasional pada periode tertentu. Menurut Echchabi, dkk. (2016), pertumbuhan ekonomi merupakan perubahan kondisi perekonomian suatu negara secara berkesinambungan menuju keadaan yang lebih baik selama periode tertentu. Pertumbuhan ekonomi dapat diartikan juga sebagai proses kenaikan kapasitas produksi suatu

perekonomian yang diwujudkan dalam bentuk kenaikan pendapatan nasional. Adanya pertumbuhan ekonomi merupakan indikasi keberhasilan pembangunan ekonomi. Pada tabel 4.4 berikut ini disajikan mengenai data pertumbuhan ekonomi di Indonesia selama kurun waktu 2012-2017.

Tabel 4.4: **Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia 2012-2017**

Variabel Makro Ekonomi	Tahun					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PDB (ADHB) (Triliun Rp)	8.242	9.546	10.543	11.541	12.407	13.589
Laju (Persen)	6,23	5,58	5,02	4,79	5,02	5,07
Rata-Rata Laju	5,29					

Sumber: Badan Pusat Statistik, 2018

Berdasarkan pada tabel 4.4 menunjukkan bahwa performa dari Produk Domestik Bruto berdasarkan harga berlaku mengalami tren yang fluktuatif sepanjang periode 2012-2017. Laju pertumbuhan tertinggi terjadi pada tahun 2012 sebesar 6,23 persen dengan nilai nominal sebesar 8.242 Triliun Rupiah. Sedangkan, laju pertumbuhan terendah terjadi pada tahun 2015 terhadap tahun sebelumnya sebesar 4,79 persen dengan nilai nominal sebesar 11.541 Triliun Rupiah. Secara keseluruhan, rata-rata pertumbuhan ekonomi di Indonesia mencapai 5,29 persen yang mengindikasikan bahwa kondisi perekonomian di Indonesia tergolong baik.

Sebagai dampak dari krisis keuangan global yang disebabkan oleh subprime mortgage di Amerika Serikat, pada tahun 2009 pertumbuhan ekonomi melesu hingga pertumbuhannya menjadi 4,5 persen. Meskipun terjadi penurunan tajam harga-harga komoditi, turunnya pasar saham, yield obligasi domestik dan internasional yang lebih tinggi, dan melemahnya nilai

tukar rupiah, perekonomian Indonesia masih dapat tumbuh dengan layak. Kesuksesan ini terutama disebabkan oleh berlanjutnya konsumsi domestik yang subur. Konsumsi domestik di Indonesia (terutama konsumsi pribadi/konsumsi rumah tangga) berkontribusi untuk sekitar 55-58 persen dari total pertumbuhan ekonomi negara ini. Dengan demikian konsumsi rumah tangga pada tahun 2009 itu merupakan sebuah alas bagi perekonomian Indonesia yang mendorong pertumbuhan ekonomi saat situasi global berubah masam.

Pada tahun 2010, Bank Dunia melaporkan bahwa karena suburnya pertumbuhan ekonomi Indonesia, setiap tahunnya sekitar 7 juta penduduk Indonesia masuk dalam kelas menengah negara ini. Meskipun pertumbuhan penduduk kelas menengah sudah tidak secepat itu karena perlambatan perekonomian Indonesia yang terjadi di antara tahun 2011-2015, Indonesia masih tetap memiliki kekuatan konsumen yang mendorong perekonomian dan telah secara signifikan memicu pertumbuhan investasi domestik dan asing sejak 2010. Menurut Badan Pusat Statistik (2018), pada tahun 2016-2017, pertumbuhan ekonomi mulai meningkat dari tahun sebelumnya sebesar 5,02 persen dan 5,07 persen. Hal ini tidak terlepas dari faktor global yang terutama terkait dengan perbaikan harga komoditas dan juga faktor dari dalam negeri yang terdorong oleh adanya perubahan kebijakan struktural pemerintah. Perubahan kebijakan struktural yang dilakukan pemerintah diantaranya seperti:

- a. Dari sisi permintaan adalah dengan mendorong sumber pertumbuhan ekonomi tidak hanya pada konsumsi, melainkan pada investasi dan ekspor.
- b. Dari sisi penawaran adalah dengan mendorong peranan industri manufaktur/pengolahan dan jasa.

- c. Dari sisi spasial adalah dengan melakukan penyebaran kegiatan ekonomi yang tidak hanya terpusat pada Pulau Jawa, namun juga ke kawasan Timur Indonesia.

2. Jumlah Uang Beredar secara Sempit (M1)

Jumlah uang beredar yang terjadi dalam perekonomian merupakan perwujudan dari permintaan uang secara riil yang terjadi di dalam perekonomian. Pada umumnya, jumlah uang beredar dikendalikan dan ditetapkan oleh Bank Sentral melalui kebijakan moneter, misalnya dengan menaikkan atau menurunkan suku bunga acuan sesuai dengan kondisi perekonomian yang ingin dicapai. Jumlah uang beredar di masyarakat yang terjadi tidak hanya dipengaruhi oleh kebijakan bank sentral, tetapi juga dipengaruhi oleh perilaku dari perbankan dan masyarakat dimana perbankan memiliki kebijakan untuk meminjamkan atau menarik dana masyarakat, sedangkan masyarakat dapat meningkatkan atau menurunkan permintaan uang yang disesuaikan dengan tingkat kebutuhannya.

Pada umumnya, jumlah uang beredar di masyarakat dibedakan menjadi dua kategori yaitu uang beredar dalam arti sempit (M1) dan uang beredar dalam arti luas (M2). M1 terdiri dari uang kartal yang beredar dimasyarakat (tidak termasuk uang kartal di bank) ditambah dengan uang giral. M2 merupakan penjumlahan M1 dengan tabungan dan deposito berjangka atau disebut uang kuasi (Rahardja dan Mandala, 2014). Berikut ini merupakan perkembangan jumlah uang beredar secara luas di Indonesia periode 2012-2017.

Tabel 4.5: **Pertumbuhan Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1) di Indonesia 2012-2017**

Variabel Makro Ekonomi	Tahun					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
M1 (Triliun Rp)	3.304,6	3.730,2	4.173,3	4.546,7	5.004,9	5.419,1
Laju (Persen)	14,86	12,78	11,89	8,95	10,08	8,28
Rata-Rata Laju	11,14					

Sumber: Badan Pusat Statistik, 2018.

Berdasarkan pada tabel 4.5 tersebut, menunjukkan bahwa tren laju pertumbuhan jumlah uang beredar secara sempit (M1) mengalami fluktuatif dan cenderung mengalami tren menurun sepanjang periode 2012-2017. Laju M1 tertinggi terjadi pada tahun 2012 sebesar 14,86 persen dengan nilai nominal sebesar 3.304,6 Triliun Rupiah. Sedangkan, laju M1 terendah terjadi pada tahun 2017 sebesar 8,28 dengan nilai nominal sebesar 5.419,17 Triliun Rupiah. Secara keseluruhan, rata-rata laju pertumbuhan M1 adalah sebesar 11,14 persen.

Menurut Mankiw (2014), perkembangan jumlah uang beredar yang seimbang dengan jumlah permintaan uang dapat mengakibatkan perekonomian dapat berkembang. Peningkatan jumlah uang beredar yang berlebihan menyebabkan peningkatan harga yang terjadi melebihi tingkat harga yang diharapkan, sehingga akan mengganggu laju pertumbuhan ekonomi. Begitu pula sebaliknya, jika peningkatan jumlah uang beredar menurun akan menyebabkan kelesuan perekonomian, dan jika hal tersebut terjadi, maka tingkat kesejahteraan masyarakat akan menurun.

3. Indeks Harga Kosumen (IHK)

Secara umum, inflasi menyebabkan timbulnya sejumlah biaya sosial yang harus ditanggung oleh masyarakat. Pertama, inflasi menimbulkan dampak negatif pada distribusi pendapatan. Masyarakat golongan bawah dan

berpendapatan tetap akan menanggung beban inflasi dengan turunnya daya beli. Sebaliknya, masyarakat menengah dan atas yang memiliki aset-aset finansial seperti tabungan dan deposito dapat melindungi kekayaannya dari inflasi, sehingga daya beli mereka relatif tetap. Kedua, inflasi yang tinggi berdampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi (Perlambang, 2010). Berikut ini pada tabel 4.6, disajikan mengenai perkembangan tingkat inflasi di Indonesia selama periode penelitian.

Tabel 4.6: **Perkembangan Tingkat Inflasi di Indonesia 2012-2017**

Variabel Makro Ekonomi	Tahun					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
IHK (Persen)	135,49	146,84	119,00	122,99	126,71	131,28
Laju (Persen)	4,30	8,38	8,36	3,35	3,02	3,61
Rata-Rata Laju	5,17					

Sumber: Badan Pusat Statistik, 2018.

Indeks harga konsumen merupakan ukuran biaya keseluruhan barang dan jasa yang dibeli oleh konsumen (Mankiw, dkk., 2014). Berdasarkan pada tabel 4.6 tersebut, menunjukkan bahwa laju inflasi tertinggi terjadi pada tahun 2013 sebesar 8,38 dengan nilai IHK 146,84 persen. Sedangkan, laju inflasi terendah terjadi pada tahun 2016 sebesar 3,02 persen dengan nilai IHK 126,71 persen. Secara rata-rata, laju IHK dalam periode 2012-2017 adalah sebesar 5,17 persen.

Inflasi yang rendah dan stabil memiliki dampak yang positif terhadap perekonomian, karena dapat mengakibatkan daya beli masyarakat naik (Mankiw, 2014). Inflasi yang meningkat sebenarnya juga menguntungkan perusahaan dari aspek pendapatan. Karena meningkatnya harga, berarti total pendapatan juga mengalami peningkatan (dengan asumsi kuantitas produk yang diminta konsumen tetap). Namun jika peningkatan inflasi tidak diikuti

oleh meningkatnya alokasi upah karyawan maka daya beli masyarakat konsumen rendah dan tentunya tidak terdapat permintaan potensial. Atau, output produksi perusahaan tidak terserap oleh pasar sehingga total pendapatan perusahaan. Oleh karenanya, menurut Rahardja dan Mandala (2014), inflasi pada titik tertentu dibutuhkan, dengan catatan masih dalam kontrol pemerintah dan tidak lebih dari 10% per tahun (Inflasi ringan di bawah 10% setahun). Sebagaimana data yang terdapat dalam tabel 4.6, rata-rata laju inflasi di Indonesia sebesar 5,17 persen masih tergolong ringan dan tidak menyebabkan gejolak yang cukup berarti dalam perekonomian.

4. Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT)

Secara konsep, menurut Mankiw, dkk. (2014), pengangguran selalu muncul karena terutama diakibatkan oleh empat hal, yakni a) waktu yang diperlukan oleh pekerja untuk mencari pekerjaan yang paling cocok dengan minat dan ketrampilan pekerja; b) adanya peraturan upah minimum; c) adanya serikat pekerja yang mendorong adanya kenaikan upah minimum; dan d) sesuai dengan teori upah minimum bahwa seiring dengan meningkatkan upah pekerja diatas titik keseimbangan, perusahaan dapat mendapat keuntungan, karena dapat meningkatkan tingkat kesehatan pekerja, menurunkan pertukaran kerja, meningkatkan usaha pekerja, dan meningkatkan kualitas pekerja. Dengan demikian, tingkat upah minimum yang didapatkan oleh pekerja merupakan salah satu penentu tingkat pengangguran dimana pekerja dapat memilih untuk keluar dari pekerjaannya dan mencari pekerjaan baru atau memilih tetap mempertahankan pekerjaannya.

Pengangguran terbuka terdiri dari mereka yang tak punya pekerjaan dan mencari pekerjaan, mereka yang tak punya pekerjaan dan mempersiapkan usaha, mereka yang tak punya pekerjaan dan tidak mencari pekerjaan,

karena merasa tidak mungkin mendapat pekerjaan, dan mereka yang sudah punya pekerjaan, tetapi belum mulai bekerja. Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) merupakan presentase jumlah pengangguran terhadap jumlah angkatan kerja (Badan Pusat Statistik, 2018). Berikut ini pada tabel 4.7, disajikan mengenai data perkembangan Tingkat Pengangguran Terbuka di Indonesia periode 2012-2017.

Tabel 4.7: Perkembangan Tingkat Pengangguran Terbuka di Indonesia 2012-2017

Variabel Makro Ekonomi	Tahun					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
TPT (Persen)	6,14	6,25	5,94	6,18	5,61	5,50
Rata-Rata	5,94					

Sumber: Badan Pusat Statistik, 2018.

Berdasarkan pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa tingkat pengangguran terbuka di Indonesia sepanjang 2012-2017 mengalami tren yang memiliki kecenderungan negatif. Tren yang semakin negatif ini merupakan pencapaian yang positif dalam perekonomian. Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) tertinggi terjadi pada tahun 2015 sebesar 6,18 persen. Sedangkan TPT terendah terjadi pada tahun 2017 sebesar 5,50 persen. Secara keseluruhan, rata-rata TPT dari tahun 2012-2017 adalah sebesar 5,94 persen.

Menurut Zarkasi (2014), daya beli masyarakat sangat dekat hubungannya dengan tingkat pendapatan masyarakat. Apabila tingkat pendapatan masyarakat tinggi maka akan berpengaruh pada kemampuan daya beli masyarakat. Pendapatan masyarakat erat hubungan dengan pekerjaan yang dilakukan. Keadaan tidak bekerja akan menyebabkan ketiadaan pendapatan yang akhirnya akan berdampak pada daya beli masyarakat. Negara berkembang seringkali dihadapkan dengan besarnya angka pengangguran karena sempitnya lapangan pekerjaan dan besarnya jumlah penduduk.

Sempitnya lapangan pekerjaan disebabkan oleh faktor kelangkaan modal untuk berinvestasi. Maka, sebagaimana perkembangan Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) di Indonesia pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa seiring dengan semakin menurunnya tren pengangguran Indonesia mengindikasikan bahwa tingkat daya beli masyarakat semakin membaik karena dengan bekerja masyarakat akan mendapatkan sumber pendapatan guna memenuhi kebutuhan hidupnya.

4.2 Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik adalah pengujian yang dilakukan terhadap model regresi yang telah dibuat sebelum kemudian suatu data diolah. Uji Asumsi Klasik dilakukan agar model regresi pada penelitian signifikan dan representatif, serta terhindar dari penyimpangan asumsi klasik supaya tidak timbul masalah dalam penggunaannya. Suatu model penelitian dikatakan cukup baik dan dapat digunakan untuk memprediksi jika lolos serangkaian uji asumsi klasik yang melandasinya. Gujarati (2012) menyatakan bahwa apabila asumsi-asumsi regresi klasik tersebut terpenuhi menjadikan teknik analisis dengan menggunakan metode kuadrat terkecil biasa (OLS) menghasilkan penaksir tak bias linier terbaik (BLUE/Best Linear Unbiased Estimator). Uji asumsi klasik yang akan dilakukan adalah Uji Multikolinieritas, Normalitas, Autokorelasi, dan Heteroskedastisitas. Berikut ini merupakan hasil uji asumsi klasik yang dilakukan dalam penelitian ini

4.2.1 Hasil Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas. Metode untuk menguji

adanya multikolinearitas ini dapat dilihat dari *tolerance value* atau *Variance Inflation Factor* (VIF). Batas dari *tolerance value* kurang dari 0,1 atau VIF lebih dari 10 maka terjadi multikolinearitas. Nilai *cut off* yang umum dipakai adalah nilai toleran 0,10 atau sama dengan nilai VIF diatas 10 sehingga data yang tidak terkena multikolinearitas nilai toleransinya harus lebih dari 0,10 atau VIF kurang dari 10. Berikut ini disajikan hasil Uji Multikolinieritas secara statistik.

Tabel 4.8: Hasil Uji Multikolinieritas

Collinearity Statistics		
Model (1)	Tolerance	VIF
(Constant)		
LnPDB	.178	5.634
LnM1	.404	2.477
LnIHK	.800	1.251
LnTPT	.303	3.304

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS 16.0, 2018

Dari tabel 4.8 tersebut diperoleh bahwa semua variabel bebas memiliki nilai *tolerance* di atas 0,1 dan nilai *VIF* di bawah angka 10. Dengan demikian diperoleh tidak adanya masalah multikolinieritas dalam model regresi. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat korelasi antar variabel-variabel independen.

4.2.2 Hasil Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model terdapat adanya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Untuk menguji adanya autokorelasi dalam regresi linier berganda digunakan Uji *Runs* yang dapat dilihat pada Tabel 4.9 berikut ini.

Tabel 4.9: Hasil Uji *Runs*

Runs Test	
	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-.00264
Cases < Test Value	42
Cases ≥ Test Value	42
Total Cases	58
Number of Runs	20
Z	-1.897
Asymp. Sig. (2-tailed)	.058
a. Median	

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS 16.0, 2018

Berdasarkan pada tabel 4.9, hasil *Runs Test* menunjukkan bahwa nilai asymp. sig (2-tailed) sebesar 0,058 lebih dari alpha 0,05, sehingga model yang dipakai bebas dari indikasi autokorelasi.

4.2.3 Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan suatu bentuk pengujian tentang kenormalan distribusi data. Uji normalitas digunakan untuk mengetahui apakah residual yang diteliti berdistribusi normal atau tidak. Pada penelitian ini metode yang digunakan untuk melihat normalitas data yaitu metode *Kolmogorov-Smirnov*. Distribusi normal baku adalah data yang telah ditransformasikan ke dalam bentuk Z-Score dan diasumsikan normal. Dalam Uji Kolmogorov-Smirnov (K-S), suatu data dikatakan normal jika mempunyai asymptotic significant lebih dari 0,05 (5%). Sebaliknya, jika signifikansi di bawah 0,05 berarti data yang akan diuji mempunyai perbedaan yang signifikan dengan data normal baku yang mengindikasikan bahwa data tersebut tidak normal. Berikut ini disajikan hasil pengujian asumsi normalitas dengan metode *Kolmogorov-Smirnov*.

Tabel 4.10: Hasil Uji *Kolmogorov-Smirnov (K-S)*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test						
		LnSUKUK	LnPDB	LnM1	LnIHK	LnTPT
N		58	58	58	58	58
Normal Parameters ^a	Mean	12.1193	14.8105	15.0862	4.8342	5.8167
	Std. Deviation	.37771	.13072	0.27401	.08113	.06545
Most Extreme Differences	Absolute	.140	.068	.108	.092	.160
	Positive	.140	.068	.302	.092	.160
	Negative	-.099	-.068	-.108	-.071	-.106
Kolmogorov-Smirnov Z		1.069	.520	.989	.700	.863
Asymp. Sig. (2-tailed)		.203	.950	.282	.711	.428
a. Test distribution is Normal.						

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS 16.0, 2018

Berdasarkan pada Tabel 4.10, bahwa p-value Asymp.Sig (2-tailed) semua variabel yang terdiri dari LnSukuk, Ln PDB, LnM1, Ln IHK, dan LnTPT memiliki nilai lebih dari 0,05 (5%), sehingga dapat disimpulkan bahwa pola residual dalam model telah memenuhi asumsi distribusi normal.

4.2.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Uji hetroskesatisitas pada peneltian ini menggunakan metode Uji Glejser. Hasil pengujian ini dapat disajikan pada Tabel 4.11. Kriteria pengujian secara statistik Uji Glejser bahwa apabila nilai signifikansi (sig.) semua variabel independen yang terdiri dari LnPDB, LnM1, LnIHK, dan LnTPT lebih dari (>) taraf nyata 0,05 (5%) maka tidak terjadi gejala heteroskedastisitas. Berdasarkan pada Tabel 4.11 tersebut menunjukkan bahwa semua variabel independen memiliki tingkat sig-t > 0,05 terhadap variabel dependen hasil transformasi residual statistik dalam bentuk absolut yang dinotasikan sebagai

ABS2, maka model yang dipakai bebas dari asumsi heteroskedastisitas atau disebut dengan terjadinya homoskedastisitas.

Tabel 4.11: Hasil Uji *Glejser*

Model	Coefficients ^a							
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations		
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part
1 (Constant)	-.977	1.478		-.661	.511			
LnPDB	.022	.080	.085	.275	.784	-.184	.038	.036
LnM1	.026	.059	.091	.443	.660	-.034	.061	.058
LnIHK	.020	.061	.048	.330	.742	.055	.045	.043
LnTPT	.307	.185	.394	1.665	.102	.297	.223	.217

a. Dependent Variable: ABS2

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS 16.0, 2018

4.2.5 Rangkuman Hasil Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan pengujian asumsi klasik yang telah dilakukan di bagian sebelumnya, secara ringkas hasil pengujian tersebut dapat disajikan pada Tabel 4.12 berikut ini.

Tabel 4.12: Rangkuman Hasil Uji Asumsi Klasik

No	Uji Asumsi Klasik	Kesimpulan
1	Multikolinieritas	Tidak terindikasi
2	Normalitas	Data terdistribusi Normal
3	Autokorelasi	Tidak terindikasi
4	Heteroskedastisitas	Tidak terindikasi

Sumber: Hasil olah SPSS 16.0, 2018 (data diolah)

Berdasarkan seluruh hasil pengujian asumsi klasik sebagaimana yang terdapat pada Tabel 4.12 yang terdiri dari Multikolinieritas, Normalitas, Autokorelasi, dan Hetroskedastisitas bahwa model yang digunakan pada

penelitian ini layak untuk dilanjutkan pada analisis uji signifikansi pada regresi linier berganda.

4.3 Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Berdasarkan uji asumsi klasik yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa data dalam penelitian ini terdistribusi dengan normal, tidak terjadi multikolenieritas, tidak terjadi autokorelasi dan tidak terdapat heterokedastisitas, oleh karena itu data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk menggunakan model regresi berganda. Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui sejauh mana hubungan antara variabel bebas yang terdiri dari Produk Domestik Bruto (PDB), Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1), Indeks Harga Konsumen (IHK), dan Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) terhadap variabel terikat Nilai Emisi Sukuk (Sukuk) yang dapat disajikan pada uraian berikut ini.

4.3.1 Hasil Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Uji parsial atau uji t dilakukan untuk mengetahui apakah secara individu (parsial) variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara signifikan atau tidak. H_a diterima jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan $sig < 5\%$. $\alpha = 0,05$. Maka dengan tingkat kepercayaan = 95% atau alfa kesalahan 5%, diperoleh hasil pengujian statistik sebagaimana pada Tabel 4.13 di bawah ini.

Hasil uji signifikan parameter individual (uji statistik t) tersaji pada Tabel 4.13. Berdasarkan pada hasil dari pengujian ini, maka dapat disusun persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$\text{LnSUKUK} = -23.768 - 2,273 \text{ LnPDB} - 0,216 \text{ LnM1} + 0,702 \text{ LnTPT}$$

Tabel 4.13: Hasil Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Coefficients ^a								
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations		
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part
1 (Constant)	-23.768	2.650		-8.969	.000			
LnPDB	-2.373	.144	-.821	-16.455	.000	-.971	-.914	-.346
LnM1	-.216	.105	-.068	-2.047	.046	.672	-.271	-.043
LnIHK	-.696	.109	-.150	-6.360	.000	-.223	-.658	-.134
LnTPT	.702	.331	.196	2.121	.044	-.654	.375	.108
a. Dependent Variable: LnSUKUK								

Sumber: Hasil olah SPSS 16.0, 2018.

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.13 diatas menunjukkan bahwa nilai probabilitas yang didapatkan dari masing-masing variabel selengkapnya adalah sebagai berikut ini.

- a. Nilai probabilitas dari variabel LnPDB (Produk Domestik Bruto) (X1) adalah sebesar 0,000. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai probabilitas variabel LnPDB lebih kecil daripada alfa 0,05, maka hipotesis H_0 ditolak dan hipotesis H_1 diterima. Nilai koefisien pada variabel LnPDB adalah negatif. Artinya, jika LnPDB naik sebesar 1 persen, maka nilai emisi sukuk turun sebesar 2,273 persen. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel LnPDB (X1) secara individual berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap variabel Nilai Emisi Sukuk (Y). Dengan demikian, Produk Domestik Bruto sebagai proksi pendapatan nasional menjadi variabel penting dalam menentukan jumlah penerbitan sukuk di Indonesia yang diprosikan sebagai nilai emisi sukuk. Semakin PDB meningkat, maka emiten memutuskan untuk menurunkan nilai emisi sukuk yang diterbitkan.
- b. Nilai probabilitas dari variabel LnM1 (Jumlah Uang Berdar dalam Arti Sempit) (X2) adalah sebesar 0,046. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai

probabilitas variabel LnM1 lebih kecil daripada alfa 0,05, maka hipotesis H_0 ditolak dan hipotesis H_1 diterima. Nilai koefisien pada variabel LnM1 adalah negatif. Artinya, jika LnM1 naik sebesar 1 persen, maka nilai emisi sukuk turun sebesar 0,046 persen. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel LnM1 (X_2) secara individual berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap variabel Nilai Emisi Sukuk (Y). Dengan demikian, variabel $M1$ sebagai proksi Jumlah Uang Beredar (JUB) menjadi variabel penting dalam menentukan jumlah penerbitan sukuk di Indonesia yang diproksikan sebagai nilai emisi sukuk. Semakin $M1$ meningkat, maka emiten memutuskan untuk menurunkan nilai emisi sukuk yang diterbitkan.

- c. Nilai probabilitas dari variabel LnIHK (Indeks Harga Konsumen) (X_3) adalah sebesar 0,000. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai probabilitas variabel LnIHK lebih kecil daripada alfa 0,05, maka hipotesis H_0 ditolak dan hipotesis H_1 diterima. Nilai koefisien pada variabel LnIHK adalah negatif. Artinya, jika LnIHK naik sebesar 1 persen, maka nilai emisi sukuk turun sebesar 0,696 persen. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel LnIHK (X_3) secara individual berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap variabel Nilai Emisi Sukuk (Y). Dengan demikian, Indeks Harga Konsumen sebagai proksi variabel makroekonomi, yakni inflasi, menjadi variabel penting dalam menentukan jumlah penerbitan sukuk di Indonesia yang diproksikan sebagai nilai emisi sukuk. Semakin IHK meningkat, maka emiten memutuskan untuk menurunkan nilai emisi sukuk yang diterbitkan.

- d. Nilai probabilitas dari variabel LnTPT (Tingkat Pengangguran Terbuka) (X_4) adalah sebesar 0,044. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai probabilitas variabel LnTPT lebih kecil daripada alfa 0,05, maka hipotesis H_0 ditolak dan hipotesis H_1 diterima. Nilai koefisien pada variabel LnTPT

adalah positif. Artinya, jika LnTPT naik sebesar 1 persen, maka nilai emisi sukuk naik sebesar 0,702 persen. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel LnTPT (X4) secara individual berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap variabel Nilai Emisi Sukuk (Y). Dengan demikian, Tingkat Pengangguran Terbuka sebagai proksi variabel makroekonomi, yakni tingkat pengangguran, menjadi variabel penting dalam menentukan jumlah penerbitan sukuk di Indonesia yang diprosikan sebagai nilai emisi sukuk. Semakin TPT meningkat, maka emiten memutuskan untuk menaikkan nilai emisi sukuk yang diterbitkan.

4.3.2 Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Uji F merupakan uji yang dilakukan untuk melihat apakah terjadi pengaruh nyata antara variabel peubah independen terhadap peubah dependen secara keseluruhan. Uji F diketahui dengan melihat signifikan F hitung statistik apakah lebih besar dari alpha yang ditetapkan (0,05) atau tidak. Berdasarkan pada Tabel 4.14 di atas, dapat diketahui bahwa nilai probabilitas F-statistik-nya sebesar 0,000, dimana nilai tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ (5%), sehingga dapat disimpulkan bahwa secara bersama-sama atau simultan, variabel bebas yang terdiri dari LnPDB, LnM1, LnIHK, dan LnTPT berpengaruh secara signifikan dan simultan (bersama-sama) terhadap Nilai Emisi Sukuk. Berdasarkan dari hasil uji signifikansi F-statistik tersebut, menunjukkan bahwa hipotesis H_0 ditolak dan H_1 diterima dimana semua variabel independen secara bersama-sama memengaruhi secara signifikan variabel dependen. Berikut ini pada Tabel 4.14 dapat disajikan hasil uji simultan (uji F) dalam penelitian ini.

Tabel 4.14: Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji-F)

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.941	4	1.985	552.384	.000 ^a
	Residual	.190	53	.004		
	Total	8.132	57			
a. Predictors: (Constant), LnTPT, LnIHK, LnM1, LnPDB						
b. Dependent Variable: LnSUKUK						

Sumber: Hasil olah SPSS 16.0, 2018.

4.3.3 Hasil Uji Koefisien Determinansi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel terikat. Batasan dari nilai koefisien determinasi adalah $0 < R^2 < 1$. Menurut Gujarati (2012), nilai R^2 yang semakin mendekati satu (diatas 0,8 atau 80%) dapat dikatakan bahwa model dalam penelitian semakin baik. Berdasarkan pada Tabel 4.15, koefisien determinasi (R^2) yang diperoleh dalam persamaan model data panel dalam penelitian ini adalah sebesar 0.958. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya pengaruh total variabel bebas terhadap variabel terikatnya yakni sebesar 95,8% dapat dijelaskan oleh variabel didalam model dan sisanya sebesar 4,2% dapat dijelaskan oleh variabel diluar model yang diteliti. Hasil uji koefisien determinasi dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.15 berikut ini.

Tabel 4.15: Koefisien Determinansi (R^2)

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.958 ^a	.947	.945	.05795
a. Predictors: (Constant), LnTPT, LnIHK, LnM1, LnPDB				
b. Dependent Variable: LnSUKUK				

Sumber: Hasil olah SPSS 16.0, 2018.

4.4 Hasil dan Implikasi Uji Regresi Linier Berganda

Secara teoritis, penerbitan sukuk (obligasi syariah) dapat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi yang terjadi. Siklus ekonomi memainkan peran penting untuk memengaruhi keputusan negara dan korporasi sebagai emiten untuk menentukan kebijakan peningkatan atau penurunan jumlah sukuk yang ditawarkan di pasar perdana (bursa efek). Penerbitan sukuk yang dimaksud dalam penelitian ini adalah gabungan antara jumlah sukuk *outstanding* dan yang sudah dilunasi saat jatuh tempo supaya lebih memberikan gambaran secara menyeluruh terhadap dampak indikator makroekonomi terhadap keputusan penerbitan sukuk secara komprehensif dari dua sisi, yakni sisi negara dan korporasi sebagai penerbit utang obligasi. Penjelasan mengenai pengaruh antara variabel independen terpilih yang terdiri dari PDB (Produk Domestik Bruto), M1 (Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit), IHK (Indeks Harga Konsumen), dan TPT (Tingkat Pengangguran Terbuka) terhadap variabel dependen Nilai Emisi Sukuk (Negara dan Korporasi) yang dapat diuraikan secara lebih detail berikut ini.

4.4.1 Produk Domestik Bruto (PDB) Berpengaruh Signifikan dan Negatif terhadap Nilai Emisi Sukuk

Berdasarkan hasil pengujian regresi linier berganda, ditemukan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara Produk Domestik Bruto (PDB) terhadap nilai emisi penerbitan sukuk negara dan korporasi. Apabila PDB naik sebesar satu persen, maka nilai emisi sukuk yang diterbitkan menjadi turun sebesar 2,373 persen. Hasil pengujian ini sesuai dengan hipotesis sebelumnya bahwa ketika PDB mengalami kenaikan, maka penerbitan sukuk akan mengalami penurunan. Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya, yakni oleh Adelegan dan Bonzena (2009), Said dan Rihab (2013), Battacharyay (2013), Ahmad dan Muhamad (2013). Hasil penelitian-penelitian tersebut lebih menganalisis atau memiliki sudut pandang penerbitan obligasi dari sisi permintaan untuk beinvestasi, sedangkan pada penelitian ini menganalisis keputusan penerbitan sukuk dari sisi penawaran.

Pertama, hasil penelitian dengan menggunakan variabel dependen nilai emisi penerbitan obligasi konvensional adalah oleh Adelegan dan Bonzena (2009), Battacharyay (2013) dan Smaoui, dkk. (2017). Menurut Battacharyay (2013) yang meneliti hubungan antara variabel makroekonomi terhadap penerbitan obligasi (negara dan korporasi) di negara-negara Afrika menyatakan bahwa dalam transaksi keuangan memerlukan biaya yang terkait dengan informasi dan risiko. Akibatnya, investor ingin meminimalkan risiko dan memaksimalkan pertukaran informasi. Dengan demikian, skala efisiensi minimum diperlukan untuk pengembangan pasar obligasi korporasi dan negara yang stabil dan besar. Dibandingkan dengan negara-negara dengan kapitalisasi pasar obligasi besar, negara-negara yang memiliki kapitalisasi pasar obligasi kecil lebih mengalami kesulitan dalam mengembangkan pasar obligasi yang memiliki tingkat kapitalisasi tinggi, dalam dan efisien untuk menarik perusahaan

multinasional dan investor asing besar potensial lainnya. Hal ini dikarenakan negara yang memiliki ukuran ekonomi kecil dicirikan oleh adanya volatilitas harga pada pasar obligasi meskipun ukuran modal negara dan perusahaan tetap dapat ditingkatkan melalui penerbitan obligasi di pasar domestik.

Lebih lanjut lagi, hasil penelitian Adelegan dan Bonzena (2009) menemukan bahwa ukuran ekonomi yang kecil (*small size of economy*) adalah penentu ketidakmampuan negara-negara berkembang untuk memiliki pasar obligasi yang dalam dan likuid. Negara tersebut dicirikan oleh volatilitas harga sebagai akibat dari adanya pembeli dan penjual yang keluar dari pasar obligasi. Negara-negara kecil dapat dimungkinkan tidak memiliki pasar obligasi yang dalam (besar) dan likuid, karena tidak memiliki skala efisiensi pada pasar obligasi yang dalam. Walaupun dari segi jumlah penerbitan terus meningkat, namun jumlah yang meningkat dari penerbitan obligasi dimungkinkan pangsa pasarnya masih terlalu kecil untuk menarik perusahaan multinasional dan transnasional, dan termasuk juga menarik potensi emiten asing, manajer portofolio obligasi, dan keikutsertaan inklusi oleh bank investasi besar di indeks pasar obligasi global.

Hasil penelitian lain yang senada oleh Smaoui, dkk. (2017) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara PDB terhadap penerbitan obligasi negara dan korporasi. Ukuran ekonomi yang lebih besar dapat memungkinkan memerlukan pembiayaan investasi selain yang berasal dari pinjaman perbankan dan obligasi mungkin guna memenuhi tambahan permintaan pembiayaan tersebut. Ukuran ekonomi (PDB) yang kecil tidak memiliki kondisi bagi perusahaan untuk menerbitkan obligasi karena tingginya biaya tetap (*fixed cost*) penerbitanya. Hasil hubungan positif tersebut dapat dijelaskan sebagai adanya keberadaan skala ekonomi, yaitu ukuran ekonomi yang lebih besar akan menurunkan biaya pinjaman rata-rata (*average lending costs*) dan risiko yang terkait dengannya dan karenanya mendorong akses yang lebih luas dari

perusahaan dan pemerintah melakukan pembiayaan melalui penerbitan obligasi. Oleh karena itu, investor akan hampir tidak tertarik untuk berinvestasi ketika suatu negara memiliki ukuran ekonomi lebih kecil. Hal ini dikarenakan ekonomi yang lebih kecil lebih rentan terhadap banyak risiko. Lebih lanjut lagi, obligasi yang dimiliki negara dengan ukuran ekonomi yang kecil memiliki kemungkinan tidak dimasukkan dalam indeks portofolio global (secara internasional) yang tergolong memiliki rating baik dan pada akhirnya akan membatasi informasi yang tersedia untuk investor global sehingga menyebabkan sulit terciptanya permintaan obligasi di negara bersangkutan.

Secara keseluruhan, menurut hasil penelitian terdahulu yang telah disebutkan sebelumnya dapat diambil kesimpulan bahwa pertumbuhan ekonomi yang rendah menandakan bahwa suatu negara tersebut memiliki kapitalisasi pasar obligasi yang kecil sehingga kondisi pasar tersebut kurang aktif dan likuid (di pasar sekunder dan atau di pasar *over the counter*). Kondisi pasar yang demikian kurang disukai oleh para investor yang mayoritas didanai oleh korporasi maupun institusi besar. Hal tersebut dikarenakan para investor besar lebih senang apabila aset yang dimilikinya semakin likuid sebagai motif spekulasi termasuk digunakan ketika melakukan aksi *hedging* (lindung nilai) dengan menggunakan obligasi syariah. Ketika kondisi pasar illikuid akan menyebabkan harga obligasi cenderung tidak stabil atau mudah berubah. Hal ini dikarenakan banyaknya investor yang lebih memilih menjual obligasi yang dimiliki dan melakukan *replace* pada aset yang memiliki tingkat likuiditas baik atau *tradable*.

Kendala lain ketika investor akan melakukan *replace* aset pada sukuk adalah ketika kurang terdiversifikasinya instrumen investasi sukuk (tenor, akad, harga, imbal hasil) dibandingkan obligasi non-syariah menyebabkan investor kesulitan melakukan *replace* aset pada penerbitan sukuk lain dimana seri maupun jenis sukuk lainnya juga memiliki karakteristik risiko dan imbal hasil yang

sama atau lebih baik. Kondisi yang dapat mengakibatkan kerentanan di pasar sekunder adalah ketika volume sukuk yang diperdagangkan secara mayoritas dimiliki oleh investor non-syariah yang pada umumnya diasosiasikan dengan tindakan *profit oriented*. Ketika pasar sukuk mengalami kerentanan terhadap risiko-risiko dapat menyebabkan investor terutama jenis investor *hold to maturity* yang memiliki porsi investasi sukuk yang besar menjual kepemilikan sukuknya. Hal tersebut dapat menyebabkan jatuhnya harga sukuk sehingga kondisi pasar sukuk menjadi tidak likuid (*illiquid*).

Sebagian besar sukuk di Indonesia dapat diperdagangkan (*tradable*) di pasar sekunder. Pencipta pasar (*market maker*) (investor dengan volume perdagangan besar) merupakan kunci terjadinya volatilitas harga sukuk di pasar sekunder. Sebagaimana menurut Battacharyay (2013), pembentukan kapitalisasi pasar sukuk sebagai pendorong perekonomian domestik tidak terlepas dari peran korporasi/institusi baik sebagai penerbit (*issuer*) dan investor (*buyer*) sukuk. Pertumbuhan ekonomi yang besar dapat dicirikan bahwa di dalam suatu perekonomian terdapat pelaku-pelaku ekonomi dengan kemampuan pembentukan modal besar yang mampu menggerakkan perekonomian. Menurut Nienhaus dan Abdullah (2015), investor besar sebagai "*buy-side*" memiliki peran yang besar dalam pembentukan harga sukuk dimana investor tersebut memiliki pengelolaan dana dan likuiditas yang besar yang dapat diinvestasikan di pasar modal sehingga dapat memberikan kontribusi yang tinggi terhadap pasar sukuk yang pada akhirnya membentuk pasar sukuk yang dalam, aktif, dan likuid.

Disisi lain, emisi penerbitan sukuk yang kecil dapat diserap sepenuhnya oleh hanya beberapa investor yang kemudian memegang surat berharga tersebut hingga jatuh tempo. Sedangkan, semakin besar emisi penerbitan, semakin besar pula kemungkinan bahwa sukuk akan dibeli oleh basis investor yang lebih besar dan lebih beragam (diversifikasi kepemilikan) yang mencakup pelaku investasi

baik yang beragama Islam dan konvensional, serta semakin besar pula kemungkinan bahwa sukuk bersifat aktif dan likuid di pasar sekunder.

Menurut Nienhaus dan Abdullah (2015), terdapat beberapa faktor yang menentukan likuiditas di pasar sekunder, yakni a) Semakin besar ukuran penerbitan sukuk menandakan semakin tinggi persepsi likuiditas pasar sekunder, karena ukuran penerbitan yang lebih besar biasanya dapat menarik basis investor yang lebih luas karena banyak investor yang tidak tertarik melakukan investasi pada ukuran penerbitan yang lebih kecil; b) Keragaman basis investor yang terdiri investor Islam dan konvensional memberikan kemudahan dalam melakukan aksi jual dan beli di pasar sekunder. Hal ini dikarenakan adanya kepentingan penyeimbangan portofolio aset, investor konvensional dapat secara leluasa memindahkan asetnya dari investasi konvensional ke investasi berbasis Islam (lebih likuid), dan sebaliknya. Tidak demikian halnya pada sebagian besar investor Islam yang cenderung mempertahankan aset yang dimilikinya hingga jatuh tempo tanpa aktif memperdagangkannya (tidak bermotif spekulasi); c) *Maturity* (jatuh tempo) yang pendek dapat membuat investor mempertahankan asetnya hingga jatuh tempo yang dibarengi dengan *return* lebih tinggi dari imbal hasil perbankan, dan sebaliknya; d) tinggi rendahnya suku bunga global dan kecuraman kurva imbal hasil yang berkaitan dengan “*bid-ask spread*”.

Ditinjau dari sisi pemerintah sebagai penerbit sukuk, pertumbuhan ekonomi yang besar menandakan meningkatnya kemampuan pemerintah dalam membiyai defisit APBN secara umum dan pembiayaan investasi sehingga dapat menurunkan terjadinya kebijakan defisit anggaran. Hal ini dikarenakan sebagaimana menurut Hariyanto (2016) bahwa dalam Undang-Undang Nomor 17 tahun 2003 tentang Keuangan Negara, menyebutkan bahwa kebijakan defisit anggaran yang dapat dilakukan pemerintah maksimal sebesar tiga persen dari PDB (Produk Domestik Bruto) dan kebijakan hutang maksimal 60 persen dari

PDB. Hal tersebut memungkinkan pemerintah dapat menerbitkan sukuk dengan jumlah penerbitan yang lebih besar jika pertumbuhan ekonomi terjadi sesuai ekspektasi pembangunan sehingga kemampuan pemerintah dalam mengelola utang semakin tinggi karena sumber penerimaan APBN yang semakin besar.

Secara teori, Mishkin (2010) menyatakan bahwa salah satu faktor naiknya penerbitan obligasi adalah dari segi “anggaran pemerintah”. yakni semakin besar defisit anggaran pemerintah, maka semakin besar penawaran obligasi, dan kurva obligasi bergeser ke kanan. Sebaliknya, ketika terjadinya surplus anggaran, penawaran obligasi turun dan menggeser kurva penawaran ke kiri. Aktivitas pemerintah sejatinya dapat memengaruhi penawaran obligasi, misalnya ketika membiayai defisit anggaran. Ketika defisit membengkak, pemerintah akan menjual lebih banyak obligasi sehingga jumlah di setiap harganya meningkat. Dengan demikian, ketika PDB semakin meningkat, maka pendapatan perpajakan semakin meningkat sehingga menurunkan potensi defisit anggaran karena pendapatan yang lebih besar berarti lebih banyak proyek dapat dibiayai dari pendapatan pajak yang besar daripada berutang.

Mishkin (2010) juga mengemukakan bahwa Dalam siklus usaha yang ekspansif ketika pendapatan dan kekayaan meningkat, kurva permintaan bergeser ke kanan dari B^d_1 ke B^d_2 dan kurva penawaran bergeser ke kanan dari B^s_1 ke B^s_2 . Apabila kurva penawaran bergeser ke kanan lebih besar daripada pergeseran kurva permintaan, maka harga obligasi keseimbangan bergerak turun dari P_1 ke P_2 dan suku bunga keseimbangan meningkat. Kenaikan tingkat suku bunga tersebut akan mengakibatkan permintaan *yield* obligasi semakin tinggi sehingga emiten akan menurunkan jumlah penerbitan obligasi sebagai upaya penyesuaian terhadap antara penawaran permintaan.

Sejalan dengan Hyman (2010) yang menyatakan bahwa ukuran defisit anggaran atau surplus anggaran pemerintah pada suatu tahun tertentu

dipengaruhi oleh fluktuasi kegiatan ekonomi yang biasanya terkait dengan siklus bisnis. Ketika PDB meningkat, maka pendapatan pajak juga semakin meningkat dikarenakan tingkat investasi dan pendapatan masyarakat meningkat. Kenaikan penerimaan pajak ini memungkinkan pemerintah mengalami surplus anggaran atau pengurangan defisit secara signifikan. Jika kebijakan surplus anggaran dipertahankan, pemerintah dapat menggunakan dana tersebut untuk membayar dan mengurangi utang pemerintah. Berdasarkan Teori Ekuivalensi Ricardian, surplus anggaran akan meningkatkan persediaan tabungan nasional dan membuat lebih banyak dana tersedia di pasar kredit. Peningkatan tabungan nasional dapat menurunkan suku bunga riil, yang pada gilirannya berkontribusi pada lebih banyak investasi, dan dengan demikian meningkatkan laju pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan yang lebih cepat ini akan meningkatkan basis pajak dan berarti bahwa jumlah pembelanjaan pemerintah dapat dibiayai dengan tarif pajak yang lebih rendah di masa depan.

Dari sisi korporasi sebagai emiten sukuk, dalam mengembangkan atau memulai suatu bisnis, modal (*capital*) selalu menjadi salah satu ukuran permasalahan. Sumber-sumber mendapatkan modal ada yang bersumber dari internal dan eksternal. Di sisi lain, ketika sebuah keputusan diambil perlu juga menganalisis dampak keputusan tersebut secara jangka panjang, termasuk kemungkinan-kemungkinan terburuk yang bisa terjadi dari keputusan tersebut serta solusi-solusi yang realistis untuk diterapkan. Menurut Fahmi (2014), modal kerja adalah investasi sebuah perusahaan pada aktiva-aktiva jangka pendek kas, sekuritas, persediaan dan piutang yang penempatannya tepat sasaran (*profitable*). Sumber modal kerja menurut Shim dan Siegel (dalam Fahmi, 2014) adalah seperti 1) pendapatan bersih; 2) peningkatan kewajiban tidak lancar; 3) kenaikan ekuitas para pemegang saham; dan 4) penurunan aktiva tidak lancar.

Kebijakan modal kerja adalah keputusan-keputusan kebijakan dasar yang berhubungan dengan tingkat sasaran untuk masing-masing katagori aktiva lancar dan bagaimana aktiva lancar tersebut akan didanai. Menurut Fahmi (2014), penentuan kebijakan modal kerja haruslah sangat hati-hati (*prudent*), dalam artian penempatan dana yang terlalu besar dalam satu akun memiliki risiko lebih besar (potensi penumpukan dana menganggur/*liddle fund*), sementara penempatan dana terlalu kecil akan membahayakan stabilitas keuangan perusahaan. Secara tegasnya, kebijakan modal kerja adalah kebijakan pengontrolan modal secara sistematis dan berkelanjutan. Dengan demikian, hal-hal penting yang harus dipahami oleh setiap manajer keuangan mengenai pengalokasian aktiva dan pinjaman adalah memutuskan kebijakan kebutuhan dana tambahan melalui utang atau tidak sesuai dengan kinerja keuangan. Maka, ketika PDB meningkat akan diikuti oleh kenaikan keuntungan dan aktiva bersih perusahaan. Hal tersebut memberikan opsi bagi perusahaan untuk mengurangi jumlah utang yang diterbitkan, khususnya melalui penerbitan sukuk.

Dengan demikian, hubungan antara PDB terhadap penerbitan sukuk negara dan korporasi secara konstruksi teoritis dan empiris dapat dibuktikan pada hasil penelitian yang telah dilakukan bahwa dalam ketika PDB semakin meningkat, maka penerbitan sukuk di Indonesia akan menurun.

4.4.2 Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1) Berpengaruh Signifikan dan Negatif terhadap Nilai Emisi Sukuk

Berdasarkan hasil pengujian regresi linier berganda, ditemukan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1) terhadap nilai emisi penerbitan sukuk negara dan korporasi. Apabila M1 naik sebesar satu persen, maka nilai emisi sukuk yang diterbitkan menjadi turun sebesar 0,216 persen. Hasil pengujian ini sesuai dengan hipotesis

sebelumnya bahwa ketika M1 mengalami kenaikan, maka penerbitan sukuk akan mengalami penurunan. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian dari Ibrahim dan Wan (2001), Asmy, dkk. (2009), Rini (2012), dan Sakti dan Harun (2013).

Pertama menurut Ibrahim dan Wan (2001), pengaruh jumlah uang beredar secara luas (M2) yang meningkat sebagai dampak ekspansi moneter akan menyebabkan terjadinya tekanan inflasi. Kedua, menurut Asmy (2009), berdasarkan teori model valuasi saham dan hipotesis portofolio moneter, peningkatan jumlah uang beredar mengarah pada penurunan suku bunga, yang pada gilirannya akan meningkatkan harga saham. Namun demikian, berdasarkan beberapa penelitian, jumlah uang beredar memiliki respon positif langsung terhadap harga saham tetapi efek itu akan berakhir dalam hubungan jangka panjang dan menjadi negatif. Hal ini dapat disebabkan oleh ekspektasi inflasi bahwa dividen riil di masa depan akan lebih rendah, sehingga mengurangi daya tarik saham dan harga saham pada gilirannya akan jatuh.

Ketiga, menurut Rini (2012) dengan menggunakan VECM menemukan bahwa dalam jangka panjang terdapat hubungan negatif dan signifikan antara jumlah uang beredar terhadap penerbitan sukuk negara dan korporasi. Menurutnya, penerbitan sukuk dapat dijadikan instrumen dalam operasi pasar terbuka sehingga berpotensi untuk menyerap jumlah uang beredar. Hal ini dapat terjadi dalam jangka pendek ketika jumlah uang beredar atau permintaan uang riil yang terjadi tidak secara berlebihan sehingga tidak sampai menyebabkan *shock*. Namun, dalam jangka panjang dapat berpengaruh terhadap negatifnya penerbitan sukuk, karena peningkatan jumlah uang beredar yang tinggi secara terus menerus akan menyebabkan tingginya angka inflasi sehingga pemerintah akan menaikkan suku bunga kebijakan (*BI rate*). Keempat, menurut hasil penelitian dari Sakti dan Harun (2013) bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara jumlah uang beredar secara luas (M2) terhadap harga saham. Peningkatan

M2 akan menyebabkan peningkatan inflasi sehingga menyebabkan harga saham menurun secara signifikan. Penurunan harga saham tersebut dapat mengakibatkan perusahaan menurunkan nilai emisi penerbitan saham selanjutnya.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian dari Raisah (2010) dengan menggunakan ECM (*Error Correction Model*) menemukan bahwa dalam jangka panjang terdapat hubungan positif dan signifikan antara jumlah uang beredar secara sempit (M1) terhadap indeks harga saham. Hubungan positif ini dapat dijelaskan melalui teori model substitusi portofolio yang menunjukkan bagaimana peningkatan jumlah uang beredar akan membawa portofolio mengalami penyeimbangan kembali (*rebalancing*) dengan aset lain termasuk surat berharga. Hal ini lebih lanjut ditegaskan kembali oleh efek likuiditas atau argumen mekanisme transmisi, di mana efek ekspansif dari uang beredar pada aktivitas ekonomi secara nyata menunjukkan hubungan positif. Peningkatan jumlah uang beredar (likuiditas yang lebih tinggi) akan menghasilkan penurunan suku bunga, sehingga meningkatkan permintaan agregat dan kemudian meningkatkan pengembalian saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar saham dapat dipengaruhi oleh kebijakan moneter yang diterapkan.

Secara konsepnya, hasil penelitian yang dilakukan ini sesuai dengan teori-teori yang dikembangkan dalam pembangunan hipotesis penelitian yang terdiri dari teori netralitas moneter (*monetary neutrality*) (David Hume), kuantitas uang (Milton Friedman), preferensi likuiditas (J.M. Keynes), teori portofolio (J.M. Keynes), dan *Fisher Effect* (Irving Fisher). Pertama, sesuai dengan teori netralitas moneter (Mankiw, dkk., 2014) bahwa perubahan jumlah uang beredar akan sama dengan perubahan harga-harga barang dan jasa, namun variabel riil, seperti produksi, tenaga kerja, upah riil, dan suku bunga riil tidak berubah. Prinsip kenetralan moneter ini lebih efektif terjadi dalam jangka panjang (minimal

satu tahun) dibandingkan dalam jangka pendek (dibawah satu tahun). Kedua, teori netralitas moneter tersebut dapat dibuktikan dengan adanya teori kuantitas uang bahwa,

$$M \times V = P \times Y$$

$$\text{Uang} \times \text{Velositas} = \text{Harga} \times \text{Output}$$

Dimana,

M = Jumlah uang beredar

V = Kecepatan perputaran uang per tahun (velositas uang), konstan

P = Tingkat harga umum (deflator PDB)

Y = Jumlah *Output* (PDB riil)

PY = Nilai nominal keluaran (PDB nominal)

Teori kuantitas menyiratkan bahwa tingkat harga sebanding dengan jumlah uang beredar. Karena tingkat inflasi adalah persentase perubahan tingkat harga, teori tingkat harga ini juga merupakan teori tingkat inflasi. Jadi, teori kuantitas uang menyatakan bahwa bank sentral, yang mengendalikan jumlah uang beredar, memiliki kendali tertinggi atas tingkat inflasi. Jika bank sentral membuat persediaan uang stabil, tingkat harga akan stabil. Jika bank sentral meningkatkan jumlah uang beredar dengan cepat, tingkat harga akan naik dengan cepat (Mankiw, 2007).

Ketiga, menurut teori preferensi likuiditas (teori permintaan dan penawaran uang) bahwasanya permintaan uang yang lebih tinggi dari penawaran uang akan mengakibatkan kenaikan tingkat suku bunga kebijakan oleh bank sentral (Mankiw, dkk., 2014). Dalam teori tersebut, permintaan terhadap uang merupakan tindakan rasional. Meningkatnya permintaan uang akan meningkatkan tingkat suku bunga. Investasi pada surat berharga (obligasi) pada saat suku bunga naik akan mengakibatkan kerugian *capital gain*. Disisi lain apabila suku bunga turun, permintaan surat berharga akan naik. Hal

tersebut sebagaimana motif permintaan uang untuk tujuan spekulasi yang memiliki *slope* negatif terhadap tingkat suku bunga (Huda, 2008 dan Naf'an 2014). Dalam penjelasan pengaruh jumlah uang beredar terhadap penjualan saham juga demikian, sebagaimana menurut Waluyo dan Uci (2016) bahwa ketika jumlah uang beredar di masyarakat tinggi menyebabkan tingkat suku bunga juga tinggi. Selanjutnya hal tersebut berpengaruh pada turunnya harga saham dan menimbulkan aksi beli pada pasar saham yang kemudian mengakibatkan turunnya jumlah uang beredar, dan sebaliknya.

Keempat, teori permintaan portofolio digunakan untuk menjelaskan permintaan uang pada ukuran uang yang lebih luas, yaitu M2 dan M3. Teori portofolio menyatakan bahwa permintaan uang bergantung kepada risiko dan pengembalian riil yang diberikan oleh uang yang tercermin dalam tingkat inflasi yang diharapkan. Kenaikan pada pengembalian riil yang diharapkan atas saham dan obligasi akan menurunkan permintaan uang karena aset lain dianggap lebih menarik dibandingkan dengan uang (Mankiw, 2007).

Kelima, dalam kaitannya terhadap teori permintaan portofolio, terdapat teori mengenai efek fisher bahwa ketika inflasi meningkat seiring dengan naiknya jumlah uang beredar, hal tersebut dapat meningkatkan pembelanjaan uang untuk kegiatan investasi supaya nilai riil uang tidak termakan oleh inflasi, misalnya dengan membeli obligasi. Kegiatan investasi ini disebut sebagai biaya kesempatan memegang uang. Menurut teori Irving Fisher, biaya kesempatan memegang uang adalah sama dengan suku bunga nominal (i), yakni (Mankiw, dkk., 2014)

$$i = r + E\pi$$

Dimana,

i = Suku bunga nominal; r = Suku bunga riil; dan $E\pi$ = Ekspektasi inflasi

Implikasi dari keseluruhan teori-teori yang telah disebutkan tersebut terhadap penerbitan sukuk di Indonesia bahwa permintaan uang yang diprosikan sebagai jumlah uang beredar dalam arti luas (M2) dalam penelitian ini bahwa dalam jangka pendek dapat memengaruhi tingkat inflasi karena terlebih dahulu permintaan barang dan jasa akan meningkat melebihi tingkat penawarannya. Maka, untuk mengendalikan jumlah uang beredar tersebut, otoritas moneter dalam hal ini Bank Indonesia akan menaikkan suku bunga acuannya dengan harapan suku bunga pasar akan kembali kepada keseimbangan yang diharapkan supaya inflasi dapat terkendali. Implikasi lebih lanjut dari dampak jumlah uang beredar dapat dibagi menjadi dua bagian, yakni implikasinya terhadap masyarakat selaku investor sukuk, pemerintah dan korporasi selaku penerbit sukuk di Indonesia.

Pertama, implikasinya terhadap investor sukuk. Lebih lanjut lagi, dampak dari peningkatan BI *rate* tersebut akan meningkatkan biaya kesempatan (*opportunity cost*) memegang uang. Untuk menghindari adanya pengikisan nilai uang riil akibat inflasi dan kehilangan kesempatan memperoleh *return* dari suku bunga di sektor keuangan, instrumen keuangan seperti obligasi syariah akan lebih menarik dibandingkan dengan melakukan kegiatan konsumsi. Hal ini dikarenakan imbal hasil yang akan dimenangkan oleh pihak emiten pun akan tinggi seiring meningkatnya inflasi dan suku bunga. Namun, apabila permintaan investasi sukuk tidak menjadi primadona di masyarakat, emiten sukuk akan mengalami *lack of liquidity* dan tidak segera terealisasinya pembiayaan sesuai rencana. Hal tersebut menyebabkan pihak penerbit sukuk akan menunda dan menunggu waktu penerbitan yang tepat di waktu mendatang. Hal inilah yang menyebabkan nilai outstading sukuk akan berkurang ketika instrumen investasi selain sukuk lebih menguntungkan dengan risiko investasi lebih aman.

Kedua, implikasinya pada pihak pemerintah dan korporasi selaku penerbit sukuk. Sebagaimana menurut Sayed (2013) bahwa terdapat hubungan negatif antara suku bunga dengan harga obligasi, dimana ketika harga obligasi naik, menyebabkan harga obligasi turun. Sebagaimana pada sukuk yang mayoritas akad yang digunakan adalah bersifat imbal hasil tetap (*fix return*) dimana kenaikan atau penurunan suku bunga akan berdampak pada fleksibilitas sukuk di pasar sekunder. Hal ini sesuai dengan temuan Hassan, dkk. (2017) bahwa tingkat indeks *yield* yang tinggi pada sukuk korporasi U.S. (United States) mengakibatkan volume *trading* yang rendah di pasar sekunder. Pada bagian temuan lain, semakin besar tingkat permintaan sukuk pada negara *emerging market* mengakibatkan *yield* sukuk semakin tinggi. Hal tersebut menandakan bahwa seiring dengan permintaan investasi yang tinggi pada instrumen sukuk akan menyebabkan permintaan uang untuk spekulasi akan naik, hal ini menyebabkan tingkat suku bunga kebijakan akan naik. Lebih lanjut lagi, dampak dari *yield* yang tinggi akan menggiring harga obligasi jatuh dan investor akan melakukan aksi jual di pasar sekunder. Hal ini akan mengakibatkan perusahaan dan negara akan kesulitan dalam memperoleh dana segar dari penjualan sukuk. Pasar sukuk akan mengalami volatilitas harga secara cepat dan berakibat pada *capital outflow* pada pasar sukuk.

4.4.3 Indeks Harga Konsumen (IHK) Berpengaruh Signifikan dan Negatif terhadap Nilai Emisi Sukuk

Berdasarkan hasil pengujian regresi linier berganda, ditemukan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara Indeks Harga Konsumen (IHK) terhadap nilai emisi penerbitan sukuk negara dan korporasi. Apabila IHK naik sebesar satu persen, maka nilai emisi sukuk yang diterbitkan menjadi turun sebesar 0,696 persen. Hasil pengujian ini sesuai dengan hipotesis sebelumnya

bahwa ketika IHK mengalami kenaikan, maka penerbitan sukuk akan mengalami penurunan. Hasil ini relevan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rini (2012), Ahmad dan Muhamad (2013), Manab dan Agus (2016), dan Khudari (2017), yang menemukan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara inflasi dan penerbitan sukuk. Hal ini dikarenakan inflasi sebagai indikator stabilitas makroekonomi memiliki keterkaitan penting terhadap pengembangan pasar sukuk.

Menurut Ahmad dan Muhamad (2013), kenaikan inflasi sangat merusak pasar obligasi dan sukuk karena pengembalian instrumen investasi tersebut ditetapkan dalam bentuk uang dan pada akhirnya inflasi mengikis nilai keduanya. Pada waktu-waktu tertentu di pasar saham dan siklus ekonomi, sukuk dapat menjadi pilihan investasi yang baik karena harganya biasanya lebih tidak stabil daripada saham. Karenanya, sukuk dapat digunakan untuk mengurangi risiko dan menstabilkan portofolio investasi. Sedangkan, hasil penelitian Said dan Grassa (2013) dengan menggunakan regresi *time series* GMM (*Generalized Method of Momment*) terhadap sepuluh negara dengan pangsa pasar sukuk terbesar, tidak ditemukan adanya hubungan yang signifikan antara inflasi terhadap penerbitan sukuk, namun memiliki arah koefisien yang negatif.

Hasil ini bertentangan dengan hasil peneltian dari Ameer (2007) dan Raisah (2010). Menurut hasil peneltian dari Ameer (2007) dengan menggunakan VAR (*Vector Auto Regression*) di negara Malaysia dan Korea Selatan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan antara inflasi terhadap penerbitan obligasi negara. Hal ini dikarenakan inflasi yang tinggi akan menaikkan jumlah pajak yang diterima dari *underlying* pembiayaan hutang. Dalam penelitian lain oleh Raisah (2010) menggunakan VECM di Malaysia, menemukan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan antara inflasi terhadap *return* saham dalam jangka panjang. Hubungan positif tersebut dihasilkan dari peningkatan terjadinya harga *output*

pada tingkat yang lebih tinggi dari kenaikan harga *input* yang mengarah ke peningkatan arus kas secara keseluruhan. Meningkatnya inflasi memiliki dampak yang lebih cepat pada harga *output* dibandingkan dengan harga *input* karena perusahaan dengan cepat menangkap peluang untuk meningkatkan harga *output* bahkan sebelum inflasi berdampak pada harga input.

Secara teori, menurut Naf'an (2014), tingkat inflasi yang terjadi dalam suatu negara merupakan salah satu ukuran untuk mengukur baik-buruknya masalah ekonomi yang dihadapi suatu negara. Proses terjadinya inflasi berdasarkan pembangunan hipotesis yang dilakukan diawali dari adanya peningkatan permintaan uang untuk berbagai tujuan dalam perekonomian yang diprosikan dengan jumlah uang beredar secara aktual. Seiring dengan meningkatnya permintaan uang untuk memenuhi kebutuhan manusia, seperti barang dan jasa menyebabkan permintaan agregat melebihi penawaran agregat dalam perekonomian. Hal tersebut dalam jangka panjang dapat mengakibatkan kenaikan harga-harga barang dan jasa.

Menurut Sukirno (2016), inflasi yang tinggi tingkatnya, tidak akan menggalakkan perkembangan ekonomi. Biaya yang terus menerus naik dapat menyebabkan kegiatan produktif sangat tidak menguntungkan, maka pemilik modal biasanya lebih suka menggunakan uangnya untuk tujuan spekulasi kepada investasi yang bersifat tidak secara signifikan meningkatkan pendapatan nasional, seperti investasi tanah, bangunan, dan perumahan daripada pada sektor barang dan jasa yang lebih berkontribusi dalam perekonomian justru memberikan potensi meningkatnya jumlah pengangguran. Ketika tingkat inflasi yang tinggi dikaitkan dengan kondisi pasar sukuk di Indonesia, hal tersebut juga berkaitan erat dengan tingkat kemakmuran masyarakat, perusahaan/korporasi, dan negara.

Pertama, dari sisi masyarakat sebagai investor sukuk. Dampak inflasi terhadap investor yang pertama adalah inflasi akan menurunkan pendapatan riil masyarakat terutama yang memiliki pendapatan tetap. Pada umumnya kenaikan upah tidaklah secepat kenaikan harga-harga barang dan jasa. Maka inflasi akan menurunkan upah riil masyarakat yang berpendapatan tetap. Kedua, telah ditunjukkan bahwa penerima pendapatan tetap akan menghadapi kemerosotan dalam nilai riil pendapatannya, dan pemilik kekayaan bersifat keuangan mengalami penurunan dalam nilai riil kekayaannya. Akan tetapi pemilik harta-harta tetap (tanah, bangunan, dan rumah) dan para pengusaha yang tidak mengandalkan penghasilan pendapatan tetap, justru dapat mempertahankan atau menambah nilai riil kekayaannya ketika terjadi inflasi. Dengan demikian, inflasi menyebabkan distribusi pendapatan di antara golongan berpendapatan tetap dengan pemilik harta tetap dan pengusaha akan semakin tidak merata. Ketiga, inflasi dapat mengurangi nilai kekayaan uang yang beredar di masyarakat, karena nilai nominal yang dibutuhkan untuk membeli satu unit barang atau jasa menjadi lebih mahal. Sebagaimana menurut Sayed (2013) karena sukuk memiliki sifat pendapatan yang tetap, investor menanggung risiko bahwa inflasi dapat lebih tinggi daripada pembayaran kupon, yang menyebabkan menyusutnya nilai riil investasi. Hal ini menyebabkan semakin tinggi tingkat inflasi, menyebabkan permintaan investasi menjadi rendah ketika tingkat inflasi melebihi tingkat imbal hasil (kupon) sukuk.

Menurut Rahayu (2014), inflasi menyebabkan harga-harga barang yang dikonsumsi naik, sementara pendapatan masyarakat tidak mengalami kenaikan sehingga menyebabkan dua kemungkinan terjadi, yakni 1) penurunan daya beli masyarakat, dan 2) substitusi pembelian barang-barang yang lebih murah. Kedua hal tersebut dapat menyebabkan jumlah permintaan menurun sehingga perusahaan akan melakukan efisiensi biaya produksi dengan mem-PHK tenaga

kerja yang berujung pada peningkatan jumlah pengangguran. Kenaikan jumlah pengangguran ini akan dijelaskan pada pembahasan bagian pengaruh antara Variabel Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) terhadap Nilai Emisi Sukuk di bagian pembahasan selanjutnya.

Kedua, dari sisi korporasi sebagai pihak penerbit sukuk. Dampak inflasi terhadap produsen adalah penurunan *output* produksi yang disebabkan oleh:

1. Kenaikan harga mengurangi kemampuan produsen untuk membeli faktor produksi, misalnya bahan baku. Kekurangan baku dapat mengakibatkan jumlah produksi berkurang.
2. Tingginya tingkat bunga pada saat inflasi menyebabkan produsen kesulitan memperluas produksi.

Selanjutnya dari segi efek inflasi terhadap *output* (*output effects*), dengan diasumsikan bahwa *output* barang dan jasa yang diproduksi oleh perusahaan adalah tetap, sedangkan inflasi meningkat, maka dari kondisi tersebut dapat menyebabkan a) Inflasi dapat menyebabkan kenaikan produksi dimana kenaikan inflasi pada harga barang dan jasa mendahului kenaikan upah pekerja, sehingga hal tersebut menguntungkan produsen; dan b) Bila laju inflasi terlalu tinggi akan berakibat pada turunnya jumlah hasil produksi, dikarenakan nilai uang riil akan turun dan nilai *opportunity cost* memegang uang menjadi besar. Dengan demikian, inflasi dapat menyebabkan penurunan permintaan terhadap barang dan jasa yang diproduksi dan kenaikan upah pekerja yang pada akhirnya dapat menurunkan keuntungan dan meningkatkan beban operasional perusahaan. Bagi perusahaan penerbit sukuk, hal ini dapat menurunkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh pendanaan usahanya dari investor sukuk, karena ketika inflasi meningkat, ekspektasi imbal hasil yang diinginkan oleh investor akan meningkat, sehingga *cost of fund* penerbitan sukuk korporasi menjadi berbiaya mahal dan kurang diminati oleh perusahaan/korporasi.

Ketiga, dari sisi negara sebagai pihak penerbit sukuk. Inflasi yang meningkat secara cepat merupakan salah satu penyebab terjadinya defisit anggaran APBN. Dari sisi penawaran (keputusan untuk menerbitkan sukuk), penyusunan anggaran negara pada awal tahun, didasarkan menurut standar harga itu sendiri dalam perjalanan tahun anggaran, tidak dapat dijamin ketepatannya. Dengan kata lain, selama perjalanan tahun anggaran, standar harga tersebut dapat meningkat dan jarang terjadi penurunan. Apabila terjadi inflasi, dengan adanya kenaikan harga-harga tersebut berarti biaya pembangunan program juga akan meningkat, sedangkan anggaran tetap sama. Semuanya ini akan berakibat pada menurunnya kuantitas dan kualitas program, sehingga anggaran negara perlu direvisi. Akibatnya, negara terpaksa mengeluarkan dana dalam rangka menambah standar harga. Hal tersebut dapat berdampak pada kemampuan negara untuk mengelola perolehan pembiayaan yang berasal dari instrumen investasi sukuk.

Semakin besarnya defisit anggaran yang terjadi dengan dibarengi dengan tingkat inflasi yang meningkat cenderung tidak terkendali, hal ini akan menurunkan kemampuan negara dalam melunasi imbal hasil sukuk ketika jatuh tempo ditambah dengan peningkatan inflasi yang terjadi mengakibatkan permintaan *yield* rata-rata tertimbang menjadi tinggi, karena investor berharap *yield* yang dimenangkan dalam mekanisme transaksi bursa melebihi tingkat ekspektasi inflasi sebagai kompensasi atas risiko inflasi yang terjadi dalam perekonomian. Karena imbal hasil yang diinginkan investor tinggi, maka mengakibatkan harga sukuk turun sehingga dapat terjadi *capital outflow* di mekanisme transaksi pasar sekunder dan pemerintah terpaksa membeli kembali sukuk yang terdiri dari nilai nominal dan tingkat imbal hasilnya (kupon) sebelum jatuh tempo. Dengan demikian, pemerintah akan kehilangan kesempatan

memperoleh pendanaan investasi yang sudah direncanakan dengan dan pemerintah akan mengalami kesulitan melakukan sekuritisasi sukuk selanjutnya.

Dalam hubungannya antara inflasi terhadap keputusan untuk menerbitkan sukuk yang diwakili oleh Variabel Nilai Emisi Sukuk, Keynes (Mankiw, dkk., 2014) mengungkapkan bahwa ketika pemerintah menjalankan kebijakan fiskal ekspansif, yakni kenaikan anggaran belanja pemerintah (misalnya kebijakan subsidi, bantuan sosial, dan lain-lain), maka jumlah uang beredar akan naik sehingga terjadi kenaikan jumlah permintaan barang dan jasa. Kenaikan tingkat penawaran yang lebih lambat daripada kenaikan tingkat permintaan akan menyebabkan *output* perekonomian bertambah dan disertai dengan adanya inflasi. Dengan demikian, apabila ketika pemerintah menginginkan tingkat inflasi yang rendah dan stabil, pemerintah dapat menurunkan jumlah anggaran belanja negara sehingga defisit APBN dapat berkurang. Sebagaimana menurut Rahayu (2014) bahwa cara untuk mengatasi kenaikan inflasi tersebut, pemerintah dapat menurunkan pengeluaran pemerintah, yakni salah satunya adalah menurunkan jumlah utang untuk membiayai defisit anggaran dan proyek-proyek BUMN, selain meningkatkan basis prtpajakan.

4.4.4 Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) Berpengaruh Positif dan Signifikan terhadap Penerbitan Sukuk

Berdasarkan hasil pengujian regresi linier berganda, ditemukan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) terhadap nilai emisi penerbitan sukuk negara dan korporasi. Apabila IHK naik sebesar satu persen, maka nilai emisi sukuk yang diterbitkan menjadi naik sebesar 0,702 persen. Hasil pengujian ini sesuai dengan hipotesis sebelumnya bahwa ketika TPT mengalami kenaikan, maka penerbitan sukuk akan mengalami kenaikan. Hasil ini sesuai dengan bertentangan dengan hasil penelitian yang

dilakukan oleh Rini (2012) yang menyatakan bahwa variabel TPT (Tingkat Pengangguran Terbuka) berpengaruh signifikan dan negatif terhadap variabel penerbitan sukuk dalam jangka panjang. Hal ini dikarenakan pemerintah dan korporasi selaku penerbit sukuk akan mengalami penurunan karena kondisi makroekonomi dalam negeri sedang tidak baik. Hal ini dikarenakan pihak penerbit tersebut akan melihat dan menyesuaikan jumlah sukuk yang diterbitkan dengan kondisi pasar yang terjadi. Ketika terjadi peningkatan angka pengangguran, maka masyarakat mengalami penurunan standar hidup dan daya beli. Hal ini mengakibatkan kondisi pasar keuangan domestik dan kesejahteraan masyarakat menurun.

Secara teori, pengangguran seringkali menjadi masalah dalam perekonomian karena dengan adanya pengangguran dapat menyebabkan masyarakat tidak dapat memaksimalkan tingkat kemakmuran yang dapat dicapainya. Hubungan antara TPT (Tingkat Pengangguran Terbuka) terhadap penerbitan sukuk di Indonesia dapat ditinjau dari tiga sisi, yakni dari sisi masyarakat sebagai investor sukuk, perusahaan dan negara sebagai penerbit sukuk. Pertama, dari sisi masyarakat terutama sebagai calon investor sukuk, sebagaimana menurut Mankiw (2014), pengangguran dapat mengakibatkan pendapatan nasional riil (nyata) yang dicapai masyarakat menjadi lebih rendah. Menurut Rahardja dan Mandala (2014) bahwa perekonomian dikatakan akan berada dalam keseimbangan jika pengeluaran agregat (AE) sama dengan pendapatan nasional (Y) dimana $Y = AE$ dan masing-masing memiliki persamaan $Y = C + S$ dan $AE = C + I$ (perekonomian dua sektor). Selanjutnya persamaan tersebut menjadi $C + S = C + I$ sehingga didapatkan $S = I$. Hal tersebut berarti bahwa jika seluruh S (*saving*) yang diperoleh masyarakat digunakan untuk kegiatan investasi akan mengakibatkan kenaikan pendapatan nasional. Ketika masyarakat tidak memiliki pekerjaan yang dapat memberikan penghasilan, dapat

mengakibatkan kemampuan investasi masyarakat akan menurun. Sebagai dampaknya, menurut Naf'an (2014) bahwa dengan adanya pengangguran menyebabkan faktor-faktor produksi di dalam perekonomian tidak bisa dimanfaatkan secara maksimal, produktivitas dan pendapatan masyarakat akan berkurang sehingga dapat menyebabkan timbulnya kemiskinan dan masalah-masalah sosial lainnya. Dalam jangka panjang hal ini dapat mengakibatkan penurunan pendapatan nasional. Hal tersebut mengingat bahwa tenaga kerja merupakan salah satu faktor produksi yang dapat menentukan pendapatan nasional suatu negara.

Kedua, implikasi pengangguran yang semakin meningkat dilihat dari sisi keputusan korporasi sebagai penerbit sukuk korporasi. Sebagaimana menurut Naf'an (2014), keberadaan pengangguran dapat menyebabkan daya beli masyarakat berkurang sehingga permintaan terhadap barang hasil produksi berkurang. Keadaan yang demikian tidak merangsang kalangan investor untuk melakukan perluasan atau pendirian industri baru. Dengan demikian, tingkat investasi dan pembentukan modal rendah yang pada akhirnya menyebabkan penurunan pertumbuhan ekonomi. Jika tingkat pengangguran di suatu negara relatif tinggi, hal ini akan menghambat pencapaian tujuan pembangunan ekonomi yang telah direncanakan.

Menurut Samsul (2015), siklus ekonomi memiliki pengaruh terhadap harga saham untuk jangka waktu panjang yakni lebih dari 5 tahun. Dalam masa ekonomi yang tumbuh setiap bidang usaha mengalami kemajuan, lapangan kerja tersedia banyak, pengangguran relatif kecil, pendapatan masyarakat meningkat dan keamanan lebih terjamin, maka kegiatan bursa efek menjadi semarak. Harga saham mengalami kenaikan sepanjang periode kemakmuran, walaupun sesekali waktu mengalami penurunan sebagai koreksi atas suatu kenaikan harga yang terlalu ekstrim (harga mengalami fluktuasi menaik). Jenis saham yang

mengalami kenaikan tajam selama masa ekonomi yang sedang tumbuh adalah saham yang berasal dari emiten yang memproduksi barang-barang tahan lama (*durable goods*), seperti barang-barang modal, property, otomotif, produk baja, peralatan rumah tangga dan lainnya. Jenis saham yang berasal dari emiten yang memproduksi *nondurable goods* (tidak tahan lama) mengalami kenaikan harga saham tetapi relatif lebih kecil dari jenis barang-barang tahan lama.

Sebaliknya, dalam siklus ekonomi yang menurun, banyak bidang usaha yang bangkrut, banyak pengangguran, upah rendah, dan banyaknya kriminalitas, sehingga kegiatan bursa efek sangat lesu karena harga saham berjatuhan. Namun demikian masih ada sebagian jenis saham yang harganya stabil dan bahkan mengalami kenaikan selama periode ekonomi lesu, yaitu saham yang berasal dari emiten yang memproduksi barang-barang tidak tahan lama (*nondurable goods*) seperti produk farmasi, makanan dan minuman, rokok, dan barang-barang konsumsi lainnya. Dengan demikian, ketika Variabel Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) semakin naik, tidak semua perusahaan menurunkan pinjaman utang untuk misalnya memperluas jaringan pemasaran dan kapasitas produksi. Perusahaan yang bergerak dalam memproduksi barang-barang yang tidak tahan lama akan tetap memiliki kinerja keuangan yang baik (cenderung tidak terpengaruh akibat resesi perekonomian) sehingga dapat mengangkat harga sukuk di pasar sekunder. Artinya, perusahaan tersebut tetap memiliki kapabilitas yang baik untuk menerbitkan utang baru di pasar perdana berikutnya.

Ketiga, implikasi pengangguran yang semakin meningkat dilihat dari sisi keputusan pemerintah penerbit sukuk negara (SBSN). Secara teori, menurut Hyman (2010) dan Waluyo dan Uci (2016), dari sisi pemerintah, perubahan kebijakan defisit anggaran dipengaruhi oleh situasi perekonomian yang berfluktuasi. Misalnya, ketika perekonomian mengalami resesi, maka

pendapatan turun, sehingga kemampuan masyarakat untuk membayar pajak menjadi berkurang karena laba turun. Pemerintah akan mengeluarkan pembiayaan ekstra untuk menangani jumlah pengangguran yang ada, misalnya melalui kebijakan pemotongan pajak dan menaikkan belanja anggaran proram yang pro dengan peningkatan kesempatan kerja. Hal tersebut membuat defisit anggaran semakin meningkat. Maka, untuk membiayai defisit anggaran tersebut, pemerintah akan menerbitkan obligasi kepada publik.

Tingginya tingkat pengangguran dapat berdampak pada membengkaknya beban pengeluaran negara. Setiap manusia pasti membutuhkan kebutuhan primer seperti pangan, sandang, dan papan. Namun, jika manusia tidak bekerja dan tidak memiliki pendapatan mengakibatkan kebutuhan hidupnya sulit terpenuhi. Peran pemerintah dalam hal ini adalah untuk meningkatkan taraf hidup masyarakat dimana tujuan akhirnya adalah meminimalisasi adanya pelebaran ketimpangan pendapatan. Hal tersebut seringkali menimbulkan defisit APBN karena pengeluaran untuk transfer seperti bantuan subsidi sangat tinggi, pengadaaan program pengentasan kemiskinan, dan program pemberayaan masyarakat di daerah relatif tertinggal. Hal ini sebagaimana menurut Hariyanto (2016) yang mengemukakan bahwa terdapat sebab defisit anggaran dan salah satunya adalah tujuan pemerintah dalam melakukan pemerataan pendapatan masyarakat. Pengeluaran ekstra akan diperlukan dalam rangka menunjang pemerataan di seluruh wilayah, sehingga pemerintah mengeluarkan biaya yang besar untuk pemerataan pendapatan masyarakat tersebut. Dengan meningkatnya beban pemerintah tersebut dalam jangka panjang dapat memengaruhi kemampuan pemerintah dalam menerbitkan sukuk dimana pemerintah akan semakin meningkatkan kebutuhan pendanaan dari penerbitan sukuk. Dengan demikian, berdasarkan serangkaian uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa ketika Tingkat Pengangguran Terbuka semakin meningkat,

maka keputusan pemerintah dan korporasi untuk menerbitkan utang melalui sukuk (obligasi syariah) semakin meningkat pula.



BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel makroekonomi yang terdiri dari Produk Domestik Bruto (PDB), Jumlah Uang Beredar dalam Arti Sempit (M1), Indeks Harag Konsumen (IHK), dan Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) terhadap Nilai Emisi Sukuk (sukuk negara dan korporasi) di Indonesia untuk periode Oktober 2012 hingga Juni 2017 (4 tahun, 10 bulan). Metode analisis dalam penelitian ini menggunakan regresi linier berganda. Hasil estimasi hasil regresi linier berganda pada hasil uji signifikansi parsial (uji t) menunjukkan adanya hubungan yang signifikan keseluruhan variabel independen yang terdiri dari PDB, M1, IHK, dan TPT terhadap nilai emisi penerbitan sukuk.

Secara umum, Menurut Waluyo dan Uci (2016), kebijakan defisit anggaran pemerintah dipengaruhi oleh fluktuasi siklus bisnis atau secara otomatis menanggapi perekonomian yang berfluktuasi. Sejalan dengan Mishkin (2010) dan Samsul (2015) bahwa ukuran defisit atau surplus anggaran pemerintah pada suatu tahun tertentu dipengaruhi oleh fluktuasi kegiatan ekonomi yang biasanya terkait dengan siklus bisnis. Kebutuhan pendanaan melalui utang akan dilakukan oleh pemerintah dan korporasi ketika terjadinya fluktuasi dalam kestabilan makro ekonomi. Secara lebih ringkas, hasil pengujian regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Pertama, variabel PDB memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai emisi penerbitan sukuk. Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian dari Adelegan dan Bonzena (2009), Said dan Rihab (2013), dan Battacharyay (2013). Hasil penelitian-penelitian tersebut lebih menganalisis atau memiliki sudut

pandang penerbitan obligasi dari sisi permintaan untuk beinvestasi, sedangkan pada penelitian ini menganalisis keputusan penerbitan sukuk dari sisi penawaran. Menurut hasil penelitian tersebut, pertumbuhan ekonomi tinggi dicirikan sebagai pasar sukuk yang memiliki kapitalisasi pasar tinggi, dalam, aktif/likuid, dan stabil. Sebaliknya, tingkat pertumbuhan ekonomi yang rendah terutama pada negara-negara berkembang dapat berakibat pada volatilitas harga sukuk yang menyebabkan potensi *capital loss* di pasar sekunder. Hal ini dapat menurunkan partisipasi investor domestik dan internasional karena pasar sukuk dinilai lebih berisiko dan dari segi emiten menyebabkan berbiaya mahal dalam melakukan penerbitan.

Sedangkan, dalam penelitian ini menggunakan pendekatan dari sisi penaran yakni negara dan korporasi sebagai penerbit sukuk. Secara teori, Mishkin (2010) menyatakan bahwa salah satu faktor naiknya penerbitan obligasi adalah dari segi “anggaran pemerintah”. yakni semakin besar defisit anggaran pemerintah, maka semakin besar penawaran obligasi, dan kurva obligasi bergeser ke kanan. Sebaliknya, ketika terjadinya surplus anggaran, penawaran obligasi turun dan menggeser kurva penawaran ke kiri. Aktivitas pemerintah sejatinya dapat memengaruhi penawaran obligasi, misalnya ketika membiayai defisit anggaran. Ketika defisit membengkak, pemerintah akan menjual lebih banyak obligasi sehingga jumlah di setiap harganya meningkat. Maka, ketika PDB semakin meningkat, maka pendapatan perpajakan semakin meningkat sehingga menurunkan potensi defisit anggaran karena pendapatan yang lebih besar berarti lebih banyak proyek dapat dibiayai dari pendapatan pajak yang besar daripada berutang.

Kedua, jumlah uang beredar dalam arti sempit (M1) berpengaruh negatif terhadap nilai emisi penerbitan sukuk. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian dari Ibrahim dan Wan (2001), Asmy, dkk. (2009), Rini (2012), dan Sakti dan

Harun (2013). Peningkatan jumlah uang beredar akan meningkatkan tingkat inflasi dan suku bunga. Tingkat inflasi dan suku bunga yang tinggi akan mengakibatkan turunya harga sukuk di pasar sekunder sehingga pasar menjadi tidak likuid. Menurut Samsul (2015) dan Mishkin (2010) bagi pemerintah dan korporasi (sisi penawaran) sebagai penerbit sukuk, kenaikan tingkat bunga pinjaman sebagai akibat kenaikan tingkat suku bunga akan berdampak negatif terhadap bagi setiap emiten, karena beban utang semakin tinggi dan menurunkan laba bersih. Selain itu, kenaikan imbal hasil pada instrumen seperti deposito akan membuat penawaran dan permintaan sukuk berkurang, karena emiten memutuskan untuk menurunkan penambahan utang melalui penerbitan sukuk.

Ketiga, dalam jangka panjang Indeks Harga Konsumen (IHK) berpengaruh negatif terhadap nilai emisi penerbitan sukuk. Hasil ini relevan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rini (2012), Ahmad dan Muhamad (2013), Manab dan Agus (2016), dan Khudari (2017). Peningkatan inflasi menyebabkan permintaan imbal hasil yang lebih tinggi sebagai kompensasi turunya nilai uang secara riil sehingga penerbitan sukuk akan menjadi berbiaya mahal. Peningkatan inflasi berarti terjadinya penurunan daya beli masyarakat dan tingkat investasi karena proporsi penggunaan uang untuk kegiatan konsumsi barang dan jasa semakin tinggi dibandingkan kemampuan investasi. Ketika permintaan akan investasi di pasar sukuk berkurang akan direspon oleh emiten dengan menurunkan jumlah penerbitan dan melakukan penjadwalan ulan penerbitan sukuk.

Keempat, Tingkat Pengangguran Terbuka (TPT) berpengaruh positif terhadap nilai emisi penerbitan sukuk. Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rini (2012). Peningkatan pengangguran menyebabkan masyarakat mengalami penurunan standar hidup dan daya beli

yang pada akhirnya menurunkan kemampuan investasi masyarakat. Selanjutnya, daya beli yang rendah ini akan mengakibatkan permintaan barang dan jasa sehingga berakibat pada eksistensi korporasi untuk membayar imbal hasil investor sukuk ketika jatuh tempo. Menurut Samsul (2015) siklus ekonomi yang menurun akibat tingginya angka pengangguran hanya akan memengaruhi penurunan laba perusahaan pada emiten penghasil barang-barang tahan lama, namun tidak demikian pada emiten penghasil barang-barang tidak tahan lama (konsumsi). Dari sisi pemerintah, peningkatan pengangguran berarti peningkatan pengeluaran APBN untuk menekan jumlah pengangguran. Hal tersebut menyebabkan pengeluaran pemerintah semakin meningkat dan mengarah kepada kebijakan defisit anggaran. Oleh karena itu, pemerintah akan meningkatkan jumlah penerbitan sukuk ketika pengangguran meningkat.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil dan pembahasan, serta implikasi pada penelitian ini, maka saran kedepannya kepada berbagai pihak adalah sebagai berikut:

1. Bagi emiten (pemerintah dan korporasi) sebaiknya dapat menyeimbangkan antara kebutuhan pembiayaan melalui utang dan meningkatkan sumber penerimaan sebagai upaya untuk menurunkan jumlah utang yang diterbitkan. Hal tersebut diakarenakan, pembiayaan aktivitas emiten melalui utang akan meningkatkan risiko pengembalian dikemudian hari dan tergantung pada ekspektasi siklus bisnis di masa mendatang. Disamping, itu para emiten supaya lebih mampu menyeimbangkan antara penawaran dengan permintaan sukuk sebagaimana menurut Mishkin (2010) bahwa ketika jumlah permintaan diimbangi dengan jumlah penawaran mengakibatkan harga sukuk semakin meningkat dan meminimalkan risiko berinvestasi obligasi syariah. Sementara itu, dilihat dari sisi penawaran yakni

pemerintah dan korporasi, dengan kebijaksanaan penerbitan utang melalui sukuk yang secara tepat, dapat berakibat pada pengalokasian sumber daya yang produktif dan meningkatkan ekspektasi imbal hasil di masa mendatang yang lebih besar daripada saat ini.

2. Bagi investor (masyarakat dan korporasi), terutama yang beragama Islam diharapkan lebih bijak mengenai pentingnya memilih instrumen investasi yang terjamin kehalalannya dan memiliki risiko yang lebih rendah. Obligasi syariah (sukuk) dapat dijadikan pilihan instrumen untuk berinvestasi jangka panjang ataupun jangka pendek dengan aman, karena adanya skema *underlying asset* di setiap transaksinya kepada investor sesuai pada porsinya masing-masing.



DAFTAR PUSTAKA

- Adelegan, O. Janet dan Bozena R. 2009. What Determines Bond Market Development in Sub-Saharan Africa?. *IMF Working Paper, International Monetary Fund*.
- Abidin, Said Zainal. *Kebijakan Publik*. Jakarta: Salemba Humanika.
- Ahmad, Nursilah dan Muhammad Muda. 2012. Economic Forces the Sukuk Market. *Journal Procedia, Social and Behaviorial Sciences*, Vol. 65, No. 4, hlm 127-133.
- Altaleb, Ghassan Salem dan Abdullah Y.A. 2016. Sovereign Islamic Sukuk and the Economic Development, A Case Study of Jordan. *Europen Journal of Business and Management*, Vol. 8, No. 32, hlm 115-118.
- Afif, Multi. 2014. Efektivitas Sukuk Vs Obligasi Konvensional. *Jurnal Rasail*, Vol 1, No. 1, hlm 1-22.
- Asmy, Mohamed, dkk. 2009. Effects of Macroeconomic Variabel on Stock Prices in Malaysia: An Approach of Error Correction Model. *Munich Personal RePEc Archive (MPRA)*, Paper No. 20970.
- Badan Pusat Statistik. 2018. *Indeks Harga Konsumen dan Inflasi di Indonesia*. Diakses pada tanggal 14 Februari, 2018. <https://www.bps.go.id/linkTabelStatis/view/id/907>.
- _____. 2018. *Produk Domestik Bruto di Indonesia*. Diakses pada tanggal 18 Februari, 2018. <https://www.bps.go.id/linkTableDinamis/view/id/1135>.
- _____. 2018. *Tingkat Pengangguran Terbuka di Indonesia*. Diakses pada tanggal 13 Februari, 2018. <https://www.bps.go.id/linkTabelStatis/view/id/973>.
- _____. 2018. *Uang Beredar di Indonesia*. Diakses pada tanggal 2 Maret, 2018. <https://www.bps.go.id/dynamictable/2015/12/22/1074/uang-beredar-miliar-rupiah-2003-2017.html>.

- Bank Indonesia. 2018. Posisi Surat Berharga Negara. <https://www.bi.go.id/id/statistik/metadatas/Content/Default.aspx>. Diakses pada tanggal 25 Januari, 2018.
- Battacharyay, Biswa Nath. 2013. Determinants of Bond Market Development in Asia. *Journal Asian Economics*, No. 24, hlm 124-137.
- Echchabi, dkk. 2016. Does Sukuk Financing Promote Economic Growth? An Emphasis on the Major Issuing Countries. *Turkish Journal of Islamic Economics*, Vol. 3, No. 2, hlm 63-73.
- Franita, Riska. 2016. Analisa Pengangguran di Indonesia. Nusantara, Jurnal Ilmu Pengetahuan Sosial, Vol. 1, No. 4, hlm 88-93.
- Gumiwang, Ringkang. 2014. Tingkat Pengangguran Terbuka Kian Sulit Diturunkan. <http://finansial.bisnis.com/read/20140506/9/225332/tingkat-pengangguran-terbuka-kian-sulit-diturunkan>, diakses pada 20 April, 2017.
- Hadi, Nor. 2012. *Pasar Modal, Acuan Teoritis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Hamdi, Muchlis. 2014. *Kebijakan Publik, Proses, Analisis, dan Partisipasi*. Bogor: Ghalia Indonesia.
- Hariyanto, Eri. 2017. *Evaluasi Kebijakan Penerbitan Sukuk Negara, Sebagai Instrumen Pembiayaan APBN*. Yogyakarta: Gava Media.
- _____. 2017. *Mengenal Sukuk Negara, Instrumen Pembiayaan APBN dan Sarana Investasi Masyarakat*. Yogyakarta: Gava Media.
- Hassan, dkk. 2017. The Determinants of Co-Movement Dynamics Between Sukuk and Bonds. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol 1, No. 1. Hlm 1-12.
- Hyman, David. 2010. *Public Finance, A Contemporary Application of Theory of Policy* (10th Edition). Mason (USA): South-Western Cengage Learning.
- Huda, Nurul, dkk. 2008. *Ekonomi Makro Islam: Pendekatan Teoritis*. Jakarta: Kencana Prenada Media Grup.

- Ibrahim, Mansor H. dan Wan Sulaiman W.Y. 2001. Macroeconomic Variable, Exchange Rate and Stock Price, A Malaysian Perspective. *IJUM Journal of Economics and Management*, Vol. 9, No. 2, hlm 141-163.
- Karim, Adiwarman Azwar. 2001. *Sejarah Pemikiran Ekonomi Islam*. Jakarta: Gema Insani Press.
- _____. 2015. *Ekonomi Makro Islami*. Jakarta: Rajawali Pers
- Kementrian Keuangan. 2012. *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara, Sukuk Negara, Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*. Jakarta: Perpustakaan Online Kemenkeu.
- _____. 2015. Penggunaan Akad Ijarah dalam Pembiayaan Sukuk Negara. Diakses pada tanggal 12 April, 2018. <https://www.kemenkeu.go.id/Artikel/penggunaan-akad-ijarah-dalam-sukuk-negara>,
- Khudari, Mohammad. 2017. The role Economic and Financial Factors in Enhancing Sukuk Market Cross-Sectional Study. *International Journal of Industrial Management (IJIM)*, Vol. 3, hlm 431-442.
- Kholis, Nur. 2010. Sukuk, Instrumen Investasi yang Halal dan Menjanjikan. La Riba Jurnal Ekonomi Islam, Vol. 4, No. 2, hlm 145-159.
- Kusmawati. 2011. Pengaruh Motivasi terhadap Minat Berinvestasi di Pasar Modal dengan Pemahaman Investasi dan Usia sebagai Variabel Moderat. *Jurnal Ekonomi dan Informasi Akuntansi*, Vol. 1, No. 2.
- Manab A. dan Agus Eko S. 2016. *Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro terhadap Penerbitan Sukuk Negara (di Indonesia, Malaysia, dan Brunei Darussalam)*. Tulungagung: Cahaya Abadi.
- Mankiw, N, Gregory. 2007. *Makroekonomi* (Edisi ke-7). Jakarta: Erlangga.
- Mankiw, N. Gregory, dkk. 2014. *Pengantar Ekonomi Makro* (Edisi Asia), diterjemahkan Biro Baca Alkemis. Jakarta: Erlangga
- Mishkin, Frederic S. 2010. *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan*, (Buku 1). Jakarta: Salemba Empat.

- Nienhaus, Volker dan Abdullah Karatas. 2015. Market Perceptions of Liquid Sovereign Sukuk, a New Asset Class?. *International Journal of Islamic Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 9, No. 1, hlm 87-108.
- Nila, Dewi. 2011. Mengurai Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi Indonesia Menggunakan Analytic Network Process. *Islamic Finance & Business Review*, Vol. 6, No. 2, hlm 138-167.
- Otoritas Jasa Keuangan. 2018. Statistik Sukuk. <http://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/default.aspx>.
- Perlambang, Heru. 2010. Analisis Pengaruh Jumlah Uang Beredar, Suku Bunga SBI, dan Nilai Tukar terhadap Tingkat Inflasi. *Media Ekonomi*, Vol. 19, No. 2, hlm 49-67.
- Rahardja, Prathama dan Mandala Manurung. 2014. *Teori Ekonomi Makro, Suatu Pengantar*. Jakarta: LPFEUI.
- Rahayu, Ani Sri. 2014. *Pengantar Kebijakan Fiskal*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Raisah, R. Ratneswary V. 2010. Macroeconomic Activity and the Malaysian Stock Market, Empirical Evidence of Dynamic Relations. *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 4, No. 2, hlm 59-69.
- Rasyid, Ameer. 2007. What Moves the Primary Stock and Bond Markets? Influence of Macroeconomic Factors on Bond and Equity Issues in Malaysia and South Korea. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 3, No.1, hlm 93-116.
- Rini, Mustika. 2012. Obligasi Syariah (Sukuk) dan Indikator Makroekonomi Indonesia, Sebuah Analisis Vector Error Correction Model. *Iqtishodia Jurnal Ekonomi Islam Republika*, Vol 2, No 1, hlm 87-104.
- Said, Ali dan Rihab Grassa. The Determinants of Sukuk Market Development, Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?. 2013. *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 3, No. 5, hlm 251-267.
- Sakti, Muhammad R.P. dan M.D. Yousuf Harun. 2013. Relationship between Islamic Stock Prices and Macroeconomic Variables, Evidence from

- Jakarta Stock Exchange Islamic Index. *Global Review of Islamic Economics and Business*, Vol. 1, No. 1, hlm 71-84.
- Sayed, Ola Al. 2013. Sukuk Risk: Analysis and Management. *European Journal of Applied Social Sciences Research* (EJASSR), No. 3, Vol. 1, hlm 67-76.
- Septiatin, dkk. 2016. Pengaruh Inflasi dan Tingkat Pengangguran terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *Jurnal I-Economic*, Vol. 2, No. 1, hlm 50-65.
- Silvia, et. al. 2013. Analisis Pertumbuhan ekonomi, Investasi, dan Inflasi di Indonesia. *Jurnal Kajian Ekonomi*, Vol. 1, No. 2, hlm 224-243.
- Smaoui, Houcem, dkk. 2017. The Determinants of Bond Market Development, Further Evidence from Emerging and Developed Countries. *Emerging Market View*. No. 32, hlm 148-167.
- Smaoui, Houcem dan Mohsin Khawaja. 2017. The Determinants of Sukuk Market Development. *Islamic Finance and Banking*, hlm 1501-1518.
- Sukirno, Sadono. 2016. *Makroekonomi, Terori Pengantar* (Edisi Ketiga). Jakarta: Rajawali Pers.
- Sutawijaya, Adrian. 2012. Pengaruh Faktor-Faktor Ekonomi terhadap Inflasi di Indonesia. *Jurnal Organisasi dan Manajemen*, Vol. 8, No. 2, hlm 85-101.
- Sutedi, A. 2009. *Aspek Hukum Obligasi dan Syariah*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Vishwanath, S.R. dan Azmi S. 2009. An Overview of Islamic Sukuk Bonds. *The Journal of Structured Finance*, Vol.2, No.3, hlm 58-67.
- Wahyudi, Amien. 2013. Kebijakan Moneter Berbasis Prinsip-Prinsip Islam. *Justitia Islamica*, Vol. 10, No. 1, hlm 57-80.
- Waluyo dan Uci Yulianti. 2016. *Ekonomika Makro*. Malang: Universitas Muhammadiyah Malang.
- Yunita, Irni. 2015. The Development, Scheme, Risk and Fair Market Value Model of Sukuk Ijarah and Mudharabah in Indonesia. *American Journal of Economics*, Vol. 5, No. 2, hlm 56-63.

- Zarkasi. 2014. Pengaruh Pengangguran terhadap Daya Beli Masyarakat Kalimantan Barat. *Jurnal Khatulistiwa*, Vol. 4, No. 1, hlm 45-62.
- Zubair, Muhammad Kamal. 2012. Obligasi dan sukuk dalam Perspektif Keuangan Islam, Suatu Kajian Perbandingan. *Asy-Syir'ah*, Jurnal ilmu Syari'ah dan Hukum, Vol. 46, No. 1, hlm 271-296.
- Zubir, Zalmi. 2013. *Manajemen Portofolio, Penerapannya dalam Investasi Saham*. Jakarta: Salemba Empat.
- _____. 2012. *Portofolio Obligasi*. Jakarta: Salemba Empat.



LAMPIRAN

1. Hasil Uji Asumsi Klasik

a. Multikolinieritas

Collinearity Statistics	
Tolerance	VIF
.178	5.634
.404	2.477
.800	1.251
.303	3.304

b. Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	LnSUKUK	LnPDB	LnBlrate	LnIHK	LnTPT
N	58	58	58	58	58
Normal Parameters ^a Mean	12.1193	14.8105	15.0862	4.8342	5.8167
Std. Deviation	.37771	.13072	0.27401	.08113	.06545
Most Extreme Differences Absolute	.140	.068	.108	.092	.160
Positive	.140	.068	.302	.092	.160
Negative	-.099	-.068	-.108	-.071	-.106
Kolmogorov-Smirnov Z	1.069	.520	.989	.700	.863
Asymp. Sig. (2-tailed)	.203	.950	.282	.711	.428

a. Test distribution is Normal.

c. Autokorelasi

Runs Test	
	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-.00264
Cases < Test Value	42
Cases >= Test Value	42
Total Cases	58
Number of Runs	20
Z	-1.897
Asymp. Sig. (2-tailed)	.058

a. Median

d. Heteroskedastisitas

Model	Coefficients ^a							
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations		
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part
(Constant)	-.977	1.478		-.661	.511			
LnPDB	.022	.080	.085	.275	.784	-.184	.038	.036
LnM1	.026	.059	.091	.443	.660	-.034	.061	.058
LnIHK	.020	.061	.048	.330	.742	.055	.045	.043
LnTPT	.307	.185	.394	1.665	.102	.297	.223	.217

a. Dependent Variable:

ABS2

2. Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LnTPT, LnIHK, LnM1, LnPDB ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: LnSUKUK

a. Hasil Uji Signifikansi t

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations		
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part
1	(Constant)	-23.768	2.650		-8.969	.000			
	LnPDB	-2.373	.144	.821	-16.455	.000	-.971	-.914	-.346
	LnM1	-.216	.105	.068	-2.047	.046	.672	-.271	-.043
	LnIHK	-.696	.109	.150	-6.360	.000	-.223	-.658	-.134
	LnTPT	.702	.331	-.196	2.121	.044	-.654	.375	.108

a. Dependent Variable: LnSUKUK

b. Hasil Uji Simultan F

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.941	4	1.985	552.384	.000 ^a
	Residual	.190	53	.004		
	Total	8.132	57			

a. Predictors: (Constant), LnTPT, LnIHK, LnBlrate, LnPDB

b. Dependent Variable: LnSUKUK

c. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.958 ^a	.947	.945	.05795

a. Predictors: (Constant), LnTPT, LnIHK, LnBlrate, LnPDB

b. Dependent Variable: LnSUKUK

